الإدارة المالية

الأستاذ الدكتور
فؤاد أبو إسماعيل
كلية التجارة - جامعة الأزهر

الدكتور
محمد عبد المحسن الشعراوى
كلية التجارة - جامعة الأزهر

٢٠٠٨



﴿ زُيِّنَ لِلنَّاسِ حُبُّ الشَّهَوَاتِ مِنَ النِّسَاءِ وَالْبَنِينَ وَالْقَنَاطِيرِ الْمُقَنطَرَةِ مِنَ الذَّهَبِ وَالْفِضَّةِ وَالْخَيْلِ الْمُسَوَّمَةِ وَالأَنْعَامِ وَالْحَرْثِ ذَلِكَ مَتَاعُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا وَاللَّهُ عِندَهُ حُسْنُ الْمَآبِ ﴾

صدق الله العظيم

سورة آل عمران الآية (١٤)

المحتويات	رقم الصفحة
الفصل الأول : الإدارة المالية - الأهداف - التنظيم	٧
الفصل الثانى : مفاهيم وتعريفات أساسية	٢٧
الفصل الثالث : التخطيط المالى والنقدى	٤٣
الفصل الرابع التحليل المالى وأهميته	٧٥
الفصل الخامس : تحليل السيولة	٩٥
الفصل السادس : تحيل الربحية	١٢٣
الفصل السابع : تحليل مصادر الأموال واستخداماتها	١٤٣
الفصل الثامن : أساليب التمويل الداخلى والخارجى	١٦١
الفصل التاسع : أساليب ومصادر التمويل الخارجى	١٨٥
الفصل العاشر:التمويل التأجيرى للسلع والمعدات الرأسمالية	٢٧٣

الفصل الأول

الادارة المالية ـ الاهداف ـ التنظيم

دور التمويل :

كان دور التمويل ـ مما قبل ١٩٥٠ مركزا فى كيفية الحصول على الاموال وبعد ذلك تركز بصورة رئيسية على كيفية استخدام الاموال ـ فلم يعد المدير المالى مسئولا عن تدبير الاموال فقط ولكن ايضا عن استخدامها على ان يأخذ فى حسبانه مسئولية الاجابة على التساؤلات الخاصة بالنشاط او التى تحكم نشاط المشروع مثل :

١ ـ ما هو الحجم الامثل للمشروع وكيف ينمو ويتوسع ؟

٢ ـ ما هى مكونات اصوله وكيف يجب ان تكون ؟

٣ ـ الخصوم وما ينبغى أن تكون عليه ؟

واذا كان المدخل التقليدى لدراسة التمويل يركز على القرارات التى قد لا تتكرر اكثر من مرة فى حياة المشروع ـ فان المدخل الحديث (المدخل الادارى) يركز على القرارات اليومية التى يتخذها المدير المالى والتى تؤثر فى حياة المشروع وعلى قيمته ـ والتى ترتبط بقدرته على تحقيق الكسب والربحيه .

هداف الادارة المالية :

تهدف الادارة المالية الى تحقيق هدفين وهما الربحيه والسيولة

لربحيه تحقق هدف المشروع فى الاستمرار وبدون الربحيه لا يستطيع

مشروع تجديد اصوله كما انه لا يستطيع الوفاء بالتزاماته تجاه المساهمين

و الشركاء وتجاه المجتمع ـ ولقد اثبتت التجارب الاقتصادية التى قامت

لى فلسفة بعدت بها عن هدف الربحيه اثبتت هذه الافكار عقمها ومن

م ارتدت عنها ـ اما السيوله فهى هدف الادارة المالية الثانى ـ وهى

منى توفير السيوله اللازمة للمشروع لكى يقوم بسداد الزاماته

ى مواعيدها ـ اذ ان التوقف عن الدفع شبهه يجب على المشروع

لناجح أن يبتعد عنها ما استطاع الى ذلك سبيلا ـ لانها تعنى تعرضه

لانهيار والافلاس ـ وما اجراءات شهر الافلاس سواء فى الوقت الحاضر

وفى الماضى (حيث كان يكتب اسم التاجر المفلس على منضدة ويقوم التجار

البصق عليها) ما هذه الاجراءات الا لتعكس مدى الانهيار الذى يمكن ان

تعرض له المشروع المفلس ـ وهناك كثير من المشروعات الناجحه من حيث

قام المبيعات لكنها فشلت وذلك لعدم توفر السيوله المناسبه فى الوقت

مناسب للقيام بسداد التزاماتها .

ويصبح هذين الهدفين هما شغل المدير المالى الشاغل ومن ثم تلقى

عليه عبء القيام بمهاتيـن المهمتيـن ـ وهما تحقيـق الربحيه والسيولـة وقد يبـدوا هذين الهدفين متعارضيـن ـ اذ أن العمل على تعظيـم الربحيـه يؤدى الى الاقلال من السيولـه كما أن تعظيـم السيوله يؤدى الـى تدنـى الربحيـه ـ وهما امران قد يبدوا ان كلا منهما متناقض مـع الاخـر ولكن المدير المالى اذ انظر اليهمـا بشئ من التوازن او نظر الى الربحيـه على انها هدفـه الاول فان السيوله مع الادارة الفعالـه يمكـن ان تكون مـن العوامل الرئيسية فى تحقيـق هذا الهدف ٠

وهناك من يرى أن هدف المنشأة ليس الربح فقط ولكنه ايضا الرضـاء النفسى (١) الى جانب الربح ٠

ولكن دركـر Drucker يرى أن الربح هو الهدف الاساسـى للمنشأة فالمنشأة عنده تنظيم يسعى للربح وان غيـاب هذا الهدف يعنـى المخاطره باستمرار المشروع (٢) وعدم القدره على تجديـد اصـوله ٠

---

(١)Elmore Petersen and Others, Business Organization and Management (ILL. Richard D. Irwin,Inc,1962), PP 64 - 65 .

(٢)Peter F. Drucker, The Practice of Management (New York: Harper & Brothers Publishers, 1954) P. 62 .

تنظيم الادارة الماليـــــة

الادارة الماليـة مسئولـه عن توفير مصـادر التمويل المختلفـه وتوجيهها نحو الاستخدام . والمدير المالى او " نائب رئيس مجلس الادارة للشئون الماليـة " وايا كانت المسميـات فهو عضو فى مجلـس الادارة بحكم منصبـه وكثيرا ما يحدث الخلط بين اعمال المدير المالى والمراقب المالى ـ وان نائب رئيس مجلـس الادارة للشئون المالية يمكن ان يعمـل تحت توجيهـه كلا من المدير المالـى والمراقب المالى ويختص كلا منهمـا :

اختصاصات المدير المالى	اختصاصات المراقب المالى
ـ التخطيـــط	ـ الحسابـــات
ـ الائتمـــان	ـ المراجعـــة
ـ التحصيـــل	ـ التكاليـــف
ـ الاستشـــارات	ـ الضرائـــب
ـ الاعمال المصرفيـه	ـ البحـــوث
ـ التأمين والخزينـه	

ومن الواضح ان المراقب المالى يقـوم بمراقبـة اعمال الحسابات والتكاليـف والضرائب والمراجعه وما الى ذلك ، ويعنـى هذا ان هناك ٣ وظائـف رئيسيـه Key Positions فى الادارة المالية فى الشروعات الكبيـــرة.

وهى نائب رئيس مجلس الادارة للفنون المالية والمدير المالى والمراقب المالى • وهناك عدة عوامل ساعدت على احداث تغيير فى بيئة عمل المدير المالى ومن هذه العوامل :

١ ـ تعاظم حجم المشروع الامر الذى ألقى على كاهل الرؤساء التنفيذيين اعباء كثيرة •

٢ ـ تنوع المنتجات وكذلك الاسواق بالنسبة لكل مشروع •

٣ ـ الاهتمام بالبحوث والتطوير اصبحت سمه من سمات الاقتصاد الجديدة •

٤ ـ زيادة الاهتمام لتحقيق معدلات نمو اكثر ارتفاعا •

٥ ـ زيادة فاعلية الاتصال (ثورة النقل والمواصلات) وما احدثته من تطور فى الاعمال •

٦ ـ زيادة حدة المنافسه ـ وتضاؤل فرص الربحيه •

وان تنظيم الادارة المالية يتاثر بالعوامل الاتية :

١ـ تحديد المدة .

٢ـ حجم النشاط .

٣ـ امكانية تجميع وتقسيم اوجه النشاط .

٤ـ علاقة الادارة المالية بالادارات التنفيذية والعليا والطريقة التى سيتم بها اختيار نمط التنظيم .

اذ أن التنظيم ما هو الا وسيلة لتحقيق الهدف وعليه ، اختيار شكل التنظيم لا بد وان يعكس الانشطة التى يمكن ان تحقق الهدف .

تطور وظائف الإدارة المالية :

مرت الإدارة المالية بسلسله من التطورات سواء بالنسبه لمفهومها أو بالنسبه للأعمال المنوطة بها أو بالنسبه لادوات التحليل المستخدمه فى القاء الضوء على الموقف المالى للشركه . وعند بدايه ظهور الإداره الماليه كوظيفه مستقله داخل المشروع فإن مجالات أعمالها تركزت اساسا حول إعداد وحفظ الدفاتر والمستندات Records الماليه ، تجهيز واعداد التقارير الماليه Preparing Reports ،متابعه الموقف النقدى Cash Position، توفير الأموال اللازمه لدفع ديون الشركة عندما يحل موعد الدفع . وعندما كان المدير المالى Financial Manager يجد ان الموقف النقدى، أى حالة السيوله Liquidity بالشركه غير كاف لدفع مثل هذه الديون فإن مسئوليته كانت تمتد لتشمل القيام بتوفير الأموال اللازمة لمواجهة هذا الموقف وذلك بطريقة روتينية تتمثل اساسا فى زيادة حجم الاقتراض الخارجى .

فى الوقت الحالى اتسع نطاق الادارة الماليه بحيث اصبح يشتمل على الأنشطه الثلاثة الرئيسية التالية :

١ـ تحديد حجم الاموال اللازمه للأستخدام داخل الشركه .

٢ـ توزيع Allocting هذه الأموال Funds على الاستخدامات المختلفه سواء كانت استخدامات رأسماليه أو استخدامات جاريه .

٣ـ البحث عن أفضل مزيج مالى The best mix of financing يكفل التوصل إلى موقف مالى مناسب سواء بالنسبه لمصادر الاموال أوبالنسبه للاستخدامات المختلفه لهذه الاموال فى شكل أصول ثابته أو متداوله .

التطور التاريخى فى تدريس الإدارة المالية :

وعموما يمكن معرفة مراحل تطور وظيفه التمويل بشكل تفصيلى اكثر لو أننا رجعنا للوراء والقينا الضوء على مراحل تطور دراسة هذا العلم واهتمامات الباحثين خلال كل مرحله بمجالات معينه من مجالات الدراسه الخاصه به،

والأسباب التى كانت وراء توجيه الاهتمامات نحو مجال معين وترك غيره من مجالات التمويل الاخرى .

ففى السنوات الأولى من بدايه القرن العشرين Century بدأ الأهتمام بتدريس مادة المنشآت الماليه كعلم مستقل بعد ان كان يدرس كجزء من علم الاقتصاد Economics . ولقد كان الاهتمام الرئيسى خلال هذه المرحلة يتمثل اساسا حول دراسه اسواق رأس المال والمنشآت الماليه التى تعمل داخل كل سوق وكيفية ادائها لوظائفها .

ولقد كان الدافع وراء ذلك هو أن الاقتصاديات الرأسماليه خلال هذه المرحله تميزت بوجود مجموعه من الاحتكارات او الشركات كبيرة الحجم مثل شركه الحديد والصلب وخلافه والتى كان شغلها الشاغل هو كيفية استثمار الدخل الذى تحصل عليه، وايضا كيفية توفير درجه أكبر من الأستقرار المالى .

وبطبيعه الحال فإن السجلات والدفاتر المحاسبيه بشكلها الحالى لم تكن قد ظهرت واستخدمت بشكل منظم كما هو الحال الان، اما نتيجة لعدم الاهتمام بتدريس مواد المحاسبة فى ذلك الوقت او نتيجة لعدم تدخل المشرع بغرض الزام الشركات بإعداد واستخدام هذه السجلات والدفاتر .

ابتداء من العشرينات بدأت الاختراعات الجديده Innovations [illegible] أكثر وضوحا عما سبق وبدأت صناعات جديده تظهر لأول مره وهذه بدورها [illegible] فى حاجة إلى البحث عن مصادر التمويل اللازمة لتمويلها هذا الموقف [illegible] إلى ظهور الدراسات الخاصه بالسيوله Liquidity وتمويل المنشآت باحتياجاتها من الأموال حيث ظهر كتاب ديونج Dewing عن السياسة الماليه للمنشآت (١)، وبدأ يدرس فى معظم الجامعات خلال هذه الفترة . تركز الأهتمام أيضا خلال هذه المرحلة حول دراسة مخاطر الاستثمار وكيفية خلق درجة اكبر من الضمان Security والاستقرار فى أسواق رأس المال .

---

(١) Arthur S. Dewing , the Financial Policy of Corporitions , (New york : The Ronald Pres Company , ١٩٧٢) PP. b-q

ثم جاءت مرحلة الثلاثينات وهي التي تميزت بوجود فترة الكساد العالمي وهي بدورها حولت مفهوم الإدارة المالية ليتحول من الاهتمام بالبحث عن مجالات جديدة للاستثمار إلى البحث عن مجموعة من الوسائل المالية الدفاعية Defensive لمجابهة فترة الكساد، حيث تمثل هذا أساسا في شكل الاحتفاظ بدرجة اكبر من السيوله النقديه، وإعادة تنظيم Reorganzation انشطة الشركة المختلفه وذلك بغرض مواجهة حالة الكساد هذه والابتعاد عن مجالات الأستثمار ذات المخاطر العاليه .

تميزت هذه الفتره ايضا بتصفيه نشاط العديد من الشركات وافلاسها إما لضعف المركز المالي أو لعدم القدره على تطويع سياسات الإنتاج والتسويق لتتفق مع الظروف الاقتصاديه السائده في هذا الوقت، نتيجة لذلك بدأت الحكومات تتدخل بدرجه اكثر في الشئون الماليه للشركات القائمة واصبح هناك التزام من جانب هذه الشركات بضرورة تنظيم السجلات والقوائم الماليه وتنظيم عرض البيانات المحاسبيه التي تحتوي عليها بشكل يساعد على إعطاء صورة اكثر وضوحا عن جوانب الربحيه والسيوله .

خلال الاربعينات والخمسينات عاد الاهتمام يتركز مرة أخرى حول تدريس التمويل من وجهة النظر التقليديه ، وهي بدورها تنظر إلى التمويل من وجهة نظر المستثمر الخارجي Investor . وفي ضوء ذلك زاد اهتمام الباحثين بدراسه التدفق النقدي Cash flows وطرق الرقابه على حركه النقديه الداخله والخارجه من المشروع والعائد على رأس المال .

وهذا الاتجاه في الدراسه بالتالي ينظر إلى الإدارة المالية على أنها عبارة عن عملية مستمره من اتخاذ القرارت الإدارية سواء تلك المتعلقه بمصادر التمويل او تلك الخاصه بتوزيع موارد الشركة على كافه الاستخدامات أو الأصول، أو تلك الخاصة بالمحافظة على بقاء الشركة واستمراريتها .

ابتداء من منتصف الخمسينات بدأ الاهتمام يتجه نحو دراسة التمويل كما يبدو من وجهة النظر الإداريه ، وهذا يعني ان الاهتمام بدأ يتركز حول دراسة انسب الاساليب لتوزيع رأس المال على مجالات الاستخدام " الأصول "

المختلفه وكيفيه تقييم مشاريع الاستثمار فى ظل هدف واضح للإدارة المالية يتمثل اساسا فى تعظيم الربح فى ذلك الوقت [١].

باختصار شديد تحول التمويل من مجرد دراسه وصفيه Descriptive إلى دراسة تشتمل على العديد من النماذج والأدوات الرياضيه والأحصائيه التى تكفل تقييم كل بديل من بدائل الحصول على رأس المال واستخداماته، ومن دراسات تتعلق اساسا بكيفية توفير الأموال Procurement of Funds إلى دراسة تتعلق بكيفية إدارة الأصول Management of Assests والخصوم وكيفية توزيع رأس المال على الأصول المختلفة وكيفية تقييم الموقف المالى للشركة، ومن دراسة تتعلق بالاهتمام بأدوات التحليل التى تهتم بالمستثمر الخارجى إلى دراسة تتركز حول اتخاذ القرارات الإدارية التى تتعلق بمجالات التمويل المختلفه.

التحليل الحدى

أحد اهتمامات النظرية الإقتصادية دراسة كل من العائد والتكلفة الحدية لعوامل الانتاج المختلفه . والهدف فى مثل هذه الحاله هو اختيار البديل الذى يكفل تخفيض التكلفة إلى أقل حد ممكن وفى نفس الوقت العمل على تعظيم العائد . بالنسبه لتخفيض التكلفه فإنه يمكن التوصل إليها عن طريق اختيار أفضل مزيج لمدخلات Inputs عوامل الانتاج . وهو الذى يمكن أن يتحقق عندما تتساوى التكلفه التى تترتب من وراء إحلال عنصر معين من عناصر الانتاج مع تكلفه عنصر آخر بديل . ويكون من مصلحه الشركة فى مثل هذه الحاله أن تحل عنصر معين من عناصر الانتاج محل غيره عندما تجد ان هذا العنصر سوف يخفض التكلفه الحديه التى ترتبت على اضافته بمقدار أكبر من تلك التى كانت قائمه قبل احلال هذا العنصر محل عنصرا آخر من عناصر الانتاج . وبالنسبه لكل عنصر من عناصر الانتاج على حده فإن حالة التوازن يمكن التوصل إليها عندما يتساوى كل من الإيراد والعائد الحدى الخاص به . وهذا يعنى أن حالة التوازن بالنسبه للاستثمارات الثابته مثل الآلات وخلافه تتحقق عندما يتساوى الايراد الناتج من إضافه وحدة حديه (اله جديده مثلا) مع تكلفة رأس المال المستثمر فيها . فى ظل النظرية الاقتصاديه فإن النقود عوملت على انها عنصر من عناصر الانتاج وأصبح

---

[١] لاحظ أن هدف تعظيم حقوق الملاك أو رأس المال المملوك للمساهمين هو الهدف المسيطره فى الوقت الحالى فى ظل ظروف وبيئه الخصخصه .

بالامكان معرفة الحجم المناسب منها وذلك عندما يتساوى كل من الايراد الناتج من استخدام وحده حديه من النقود فى مجالات الاستثمار المختلفه مع التكلفة التى سوف تتحملها الشركة نتيجه للحصول على هذه الأموال من البنوك (سعر الفائده السائد فى السوق مثلا) او نتيجه لتكلفه الفرصه الضائعه على الشركة لو أن هذه الوحدة الحديه من النقود استخدمت فى مجالات استخدام اخرى اعطت عائد حديا مختلفا .

أما بالنسبه لتعظيم العائد فإن يمكن التوصل إليه عن طريق اختيار مزيج عوامل الإنتاج التى تحقق أكبر عائد ممكن . وهذا يعنى أنه طالما ان العائد الحدى لمزيج معين من عوامل الانتاج يتخذ إتجاها صعوديا نحو الارتفاع يكون من مصلحة الشركة الابقاء عليه . وبإستخدام التباديل والتوافيق يمكن إختيار مزيج عوامل الانتاج الذى يتساوى عائده الحدى مع العائد الحدى لمزيج آخر من عوامل الانتاج يمكن الاستغناء عنه . هذا التحليل يوضح أن مبادئ النظريه الاقتصاديه استخدمت فى مجال التمويل بل إن التمويل، كان يدرس فى بداية نشأته على انه جزء من علم الاقتصاد .

وباختصار شديد فإن العلاقه بين النظريه الاقتصاديه ونظريه التمويل تتركز حول موضوعين رئيسيين :

١- دور النقود والأسواق المالية بالنسبة للنشاط الاقتصادى للشركات .

٢- العلاقه بين النشاط المالى للشركات والظروف الاقتصاديه العامه فى الدوله من كساد ورواج وتضخم وخلافه .

بالنسبه للنقطه الأولى فإن القرارت الماليه على مستوى الشركة من المهم أن تتخذ فى ظل الظروف الماليه السائده فى اسواق رأس المال وهذا يعنى ان اختيار هيكل معين لأستخدامات رأس المال، او لمصادر التمويل، أو لموعد إصدار الاسهم والسندات الجديده لتمويل الزيادة فى رأس المال كلها تتأثر بالظروف الاقتصاديه العامه وحالة العرض والطلب والاسعار السائده فى أسواق رأس المال .

بالنسبه للنقطة الثانية فبان هناك العديد من الادله التى توضح ان النشاط الاقتصادى العام للدوله يتوقف لحد كبير على مدى نجاح الادارة الماليه بالشركات المختلفه فى اتخاذ القرارات الماليه الرشيده التى تضع فى اعتبارها كل من العائد والتكلفة الخاصه برأس المال وغيرها من الأنشطله المتعلقه باستخدام الأموال وتلك المتعلقه بالحصول عليها .

تعظيم الربح وتعظيم حقوق المساهمين :

لكى يقوم المدير المالى باتخاذ القرارات الماليه السليمه يجب عليه ان يعرف بوضوح الأهداف الفرعية والعامه للشركة . ومن المهم ان يوضح منذ البداية أنه لا يوجد اتفاق عام فيما بين الباحثين حول الهدف الاساسى الذى يجب ان يدور حوله نشاط الشركة حيث هناك البعض الذى نظر الى تعظيم الربح Profit Maxmization على أنه يمثل الهدف الرئيسى للشركه ، بينما هناك البعض الآخر الذى اتخذ من تعظيم حقوق المساهمين أو قيمة رأس المال المملوك على أنه يمثل الهدف العام الذى يجب أن تحاول الشركة تحقيقه، بينما ظل هناك البعض الآخر الذى هاجم الأهداف الاقتصاديه للشركة سواء فى شكل تعظيم الربح او تعظيم قيمة رأس المال المملوك وكانت حجتهم فى ذلك ان هناك بعض الاهداف الاجتماعيه Social التى يجب ان تأتى فى مرتبه اعلى من الأهداف الماليه .

ونحن نتفق مع البعض[١] فى أن تعظيم قيمه رأس المال المملوك ممكن أن يتخذ كهدف عام للشركة باعتبار أن هذا الهدف فى الوقت الذى يشتمل على الاهداف الماليه الأخرى مثل تعظيم الربح أو تعظيم العائد على رأس المال، فإنه لم يتجاهل مجموعه الاهداف غير الملموسه مثل السمعة الطيبه للشركة ، وأثرها على قيمة رأس المال المستثمر . وعادة فإن سعر السهم فى أسواق الأوراق الماليه يتخذ كأساس لقياس درجة الأرتفاع أو الأنخفاض فى قيمة رأس المال المملوك، وهذا بدوره يتأثر بسياسة توزيع الأرباح على المساهمين، ودرجه متانه المركز المالى للشركة وغيرها من العوامل .

---

[١] James C. Van Horne. Financial Management and Policy. Second ed. (Prentice Hall International. London, ١٩٧٢) P P . ٦ – ٩

ومن المهم ان نوضح ان غالبيه الدراسات تتخذ من تعظيم الربح كهدف أساسى للمشروع ولكن من وجهة نظرنا فإن تعظيم قيمة رأس المال المملوك Maxization of owned Capital يعتبر أشمل من هدف تعظيم الربح لأن الربح الأجمالى Total Profits ليس مهما من وجهة نظر معظم المستثمرين كما هو الحال بالنسبه للدخل المحقق على كل سهم من أسهم رأس المال ومعدل الزياده فى أسعار الأسهم فى البورصه.

تأثير عنصر الزمن :

إن تعظيم العائد على رأس المال المملوك قد لايعتبر فى حد ذاته انسب الأهداف بالنسبه للشركة ذلك لأنه لايأخذ فى اعتباره عامل الوقت واثره على القيمة الحاليه للنقود . على سبيل المثال هل يمكن القول أن مشروع معين يحقق ١٠٠ جنيه سنويا لمدة ٥ سنوات أى ٥٠٠ جنيها عائد متجمع على السهم مع مشروع آخر يكفل تحقيق ٦٠٠ جنيه فى نهاية السنه الخامسه كدخل على السهم فعند تجاهل القيمه الحاليه للنقود سنجد أن الدخل فى الحالة الثانية أعلى من الدخل فى الحالة الأولى ولكن لأن الزمن له قيمة ماليه لذلك لايجب أن نتجاهله لذلك فإن المقارنة بين الموقفين تتطلب معرفه أى المشروعين سيؤدى إلى زياده أعلى فى قيمة أسهم الشركة فى البورصه وهذا يتطلب معرفة القيمة الزمنيه للنقود .

وقد يحتاج الأمر لدراسة سلوكيات المستثمرين تجاه القيمة الحالية للنقود فهناك القلة من المستثمرين الذين تتوافر لديهم القدرة على الأنتظار عشرات السنين قبل ان تبدأ استثمارتهم تعطى عائدها طالما أن العائد المحقق فى مثل هذه الحالة يكون مجزيا لهم وهناك المستثمرين الذين يفضلون الحصول على العائد الفورى.

عامل المخاطره :

أيضا فإن إتخاذ عائد السهم كهدف أساسى من الممكن أن ينتقد على أساس أنه لايضع فى اعتباره درجه المخاطر Risk وعدم التأكد Uncertainty المرتبطه بتحقيق الدخل فى المستقبل، وهذا يعنى أن هناك مشروعات استثمار تتعرض لدرجة أكبر من المخاطر عن مشروعات استثمار آخرى ، وتصبح المقارنة بينهما فى مثل هذه الحالة غير قائمة على أساس سليم . فالدخل المرتفع قد لايمثل اغراءا بالنسبه للمستثمر إذا كانت هناك درجة عاليه من المخاطره وعدم التأكد المرتبطه بمدى قدرة الشركه على تحقيق مستوى الدخل المطلوب .

تعظيم قيمة رأس المال المملوك أو أقصى ثروة :

نتيجة لهذه العوامل فإن هدف تعظيم قيمة رأس المال المملوك يعتبر أشمل من هدف تعظيم الدخل على رأس المال المملوك وذلك نظرا لأن الهدف الأول يتغلب على عيوب الهدف الثانى ويأخذ بالتالى فى اعتباره القيمة الحالية للسهم ودرجة التأكد من تحقيق الأرباح المستقبليه وأثرها على قيمة الاسهم فى أسواق الأوراق الماليه وهو بالتالى يعتبر دليل على درجة متانة المركز المالى للشركة، ويعكس أيضا درجة ثقة المستثمرين فى كفاءة ومهارة إدارة الشركة .

المسئولية الأجتماعية :

وبطبيعة الحال فإن اتخاذ تعظيم قيمة رأس المال المملوك كهدف لايعنى ان تتجاهل الإدارة مسئولية الشركة تجاه المجتمع . فالشركة يجب أن تضع نصب عينيها عدم استغلال المستهلك، ودفع اجور عادلة Fair wages للعاملين بها، ومراعاة العداله عند القيام بأختيار وتعيين عاملين جدد، وتدعيم أنشطة التدريب والتعليم بالنسبه للعاملين وغيرها من العوامل الأجتماعية . وبطبيعة الحال فقد يبدو للوهله الأولى أن هناك تعارض فيما بين هدف تعظيم قيمة رأس المال المملوك ومجموعة الأهداف الأجتماعية السابق ذكرها ولكن لو تمعنا فى الموقف فإننا نجد أنه لايوجد تعارض على الأطلاق طالما وضع المجتمع وإدارة الشركة فى الأعتبار أن الرخاء الأقتصادى سوف يعود على الطرفين بالخير وطالما حاول كل طرف ان يضع فى اعتباره المشاكل والأهداف التى يصبو كل طرف إلى تحقيقها .

وهذا يعنى أنه عندما يقوم المخطط بوضع العوامل الأجتماعيه فقط الاعتبار وذلك عند اختيار موقع أقامة المشروعات فى بعض المناطق التى تعتبر غير مناسبه على الاطلاق من حيث المزايا الأقتصاديه فإنه سوف يخفض حجم العائد الاقتصادى لرأس المال بالشكل الذى قد يعود على المجتمع ككل بالضرر، ويعمل على عدم تحقيق الأهداف الأجتماعيه فى الأجل الطويل .

تأثير التضخم النقدى على الإداره الماليه :

يؤثر التضخم على القرارات الماليه للشركة ومجالات التأثير التى أقترحها البعض تتمثل فى الآتى [١]

١- معدلات الفائدة والمخاطر :

سندات الحكومه تعتبر خاليه من المخاطر لأنه لايعقل أن تمتنع الحكومه عن دفع الديون التى عليها . ويترتب على ذلك أن معدل الفائدة على السندات يعتبر معدل خال من المخاطر لأنه مؤكد الحصول عليه . وعند التخطيط لهذا المعدل فإنه يجب أن يغطى كل من معدل الفائدة الحقيقية يضاف لها مقابل معين لتغطيه أثر التضخم النقدى فى الأجل الطويل . وعندما نتوقع الحكومه إرتفاع معدلات التضخم فإنها يجب أن ترفع من معدل الفائدة على السندات الحكوميه حتى يقبل المستثمر على شرائها، ولكن علينا من جهه أخرى نعرف أن السندات الحكومية قد تستخدم كأداه للسيطرة على معدلات التضخم لأن الحكومه عندما تصدر كمية معينة منها فإنها تسحب كمية معينة من النقود من التداول ولاستخدام فى شراء السلع المختلفة، وهذا يعنى بافتراض ثبات العوامل الأخرى إنخفاض معدلات الطلب على تلك السلع مما يؤدى إلى إنخفاض معدلات التضخم طالما أن حجم المعروض من تلك السلع لم ينخفض بنفس النسبه الخاصه بانخفاض كميه النقود .

وإذا نظرنا إلى السندات التى تصدرها الشركات نجد أن الفائده عليها يجب أن تغطى العائد الحقيقى زائد مقابل معين يزيد كلما زادت درجه المخاطر لأن المستثمر قد لايستطيع الحصول على الفائده بل وقد يضيع عليه جزء من رأس المال نفسه إذا ماأفلست الشركه واضطر حامل السند إلى الدخول فى قسمه الغرماء مع غيره من الدائنين وكانت أصول الشركه غير كافيه لتغطيه مستحقات الغير .

وعلى ذلك فإن إرتفاع معدلات التضخم وزياده معدلات الفائده المؤكده الناتجه عن ذلك تؤدى فى النهايه إلى إرتفاع تكلفه الديون التى على الشركه وأيضا تكلفه السندات الحكوميه وهذه تمثل إحدى المشكلات الماليه .

---

[١] Weston and Brigham, Managerial Finance, Seventh ed . (Holt International, London, ١٩٨١)

٢- صعوبات التخطيط :

التخطيط للمشروعات الجديدة يحتاج للتنبؤ بالايرادات والمصروفات، والتضخم يؤثر على كل منهما، ولذلك تزداد حالات عدم التأكد من مطابقة تلك التقديرات للواقع الفعلى . وبالرغم من التحسن الذى طرأ على نظم التنبؤ إلا أن التنبؤ بآثار التضخم على تكلفه الوحده مثلا تعتبر عملية صعبة للغاية فالأجور قد ترتفع لمعدلات يصعب السيطرة عليها، وكذلك الأمر بالنسبة للخامات المشتراه وغيرها .

وبالطبع فإن التضخم يؤثر بدرجه أكثر على الصناعات ذات مرونه الطلب المرتفع مثل السلع الكماليه بينما يقل ذلك بالنسبه للسلع الضروريه . وعلى ذلك فإن إعداد خطط بديلة لمواجهة حالات التضخم المرتفع وأخرى لمواجهة حالات التضخم المتوسط، وأخرى لمواجهه التضخم المنخفض تعتبر إحدى البدائل لمواجهه الصعوبات الناتجه عن عدم السيطره على معدلات التضخم .

ونظرا لأن التضخم يؤثر على إيرادات ومصروفات الصناعات المختلفه بدرجات متفاوته لذلك يجب أن تختلف علاوة المخاطر Risk Premiems التى تعطى للمساهمين من صناعه لأخرى طبقا لذلك ، ولذلك تظهر مشكلة جديدة هى كيفية تحديد مقدار هذه العلاوه بحيث تتوافق مع تأثير التضخم على الصناعه التى تنتمى لها الشركة وعلى الطلب على منتجاتها .

٣- زيادة الطلب على رأس المال :

حيث أن التضخم يؤدى لأرتفاع فى حجم رأس المال المطلوب لإنتاج مقدار محدد من المنتجات . فالآلات التى يتم إستبدالها تكلف الشركة مبالغ أكبر لشرائها، والمخزون من المواد الخام يتم إستبداله بأسعار أعلى، والعمال يطالبون بأجور أعلى، وكل ذلك يحتاج للحصول على أموال إضافية . وإذا كانت الدولة تتجه نحو تخفيض معدلات التضخم فإنها يجب أن تعمل بدورها على رفع سعر الفائدة لكى تسحب النقود من السوق، وهذا بدوره يرفع من تكلفه الحصول على الأموال بواسطة الشركة .

٤- صعوبة طرح سندات طويلة الأجل :

حيث أن إرتفاع أسعار الفائدة فى أوقات التضخم يؤدى لانخفاض أسعار الأسهم الطويلة الأجل بالبورصة ولذلك تتحولون نحو الاستثمار فى السندات ذات معدل العائد المتغير، وتلك القصيرة الأجل، وهذا يزيد من صعوبة التمويل عن طريق طرح سندات طويلة الأجل بواسطة الشركة لتمويل الاستثمارات الطويلة الأجل .

٥- الحذر فى الاستثمارات طويلة الأجل :

التضخم يؤدى إلى إرتفاع الفوائد وزيادة حجم رأس المال المطلوب لتمويل حجم معين من المشروع، ولذلك لايكون أمام الإدارة إلا أن تكون حذره فى استثماراتها الطويلة الأجل .

٦- ظهور العديد من المشاكل المحاسبية :

فالتضخم المرتفع يجعل الأرباح المحققة لاتمثل ما هو سائد فى الظروف الطبيعية . على سبيل المثال فإن استخدام الطريقة المستقيمة فى حساب الاستهلاك التى تعنى تحميل الأرباح والخسائر بقسط استهلاك ثابت طوال عمر الأصل يجعل المبالغ المتحصله غير كافيه لاستبدال الأصول، يضاف لذلك أيضا أن المخزون السلعى يحمل الشركة بتكلفه إضافيه عندما يعاد إستبداله . فإذا كانت الشركة تستخدم طريقة الوارد أولا يصرف أولا فإن ذلك يعنى أن أوامر الإنتاج تحمل بتكلفة خامات أقل من سعر السوق الذى يرتفع خلال الفترة الزمنية مابين الشراء والصرف من المخازن للتصنيع، وهذا يعنى أن الأرباح تكون مغالى فيها بمقدار الفارق بين سعر الاحلال وسعر السوق المرتفع نتيجه للتضخم .

وإذا قامت الشركة بحساب ربحيه السهم عن طريق قسمة الأرباح على عدد الأسهم فإن الرقم الذى . نحصل عليه يصبح غير حقيقى لأن الأرباح نفسها لاتعكس ظروف التضخم طبقا لما سبق شرحه .

الفصل الثاني

مفاهيم وتعريفات أساسية

الفصل الثانى

مفاهيم وتعريفات أساسية

تعتقد أنه من الضرورى أن نبدأ دراسة الإدارة المالية ببعض المفاهيم والتعريفات الأساسية لألفاظ يجري استخدامها دائما في هذا المجال وخصوصا فيما يتعلق بـ : " التمويل " ، و " الإستثمار " اللذان يعتبران الجناحين الكبيرين لما يسمي بـ " الإدارة المالية " . ويجب أن تقم هذه المفاهيم الثلاثة من خلال إطار واضح يحدد الأبعاد الأساسية لها بما لا يدع مجالا للبس أو للغموض خلال تداولهم في هذه المذكرات أو أى مراجع أخري فى الإدارة المالية ، ولكي يكتمل هذا الوضوح في معنى الإدارة المالية فإن من الضروري التعرض لوظائفها وأهدافها وتنظيمها فى المشروع حتى يكتمل الوضوح عن هذه الوظيفة الأساسية من وظائف المشروعات المختلفة .

أولا : المفهوم الحركى للتمويل :

إذا رجعنا إلى قواميس اللغات فإننا نجد أن كلمة " تمويل " تعني الحصول علي الأموال . إلا أن مراجع الإدارة المالية تزخر بالعديد من التعريفات حول هذه الكلمة . فمنها ما يركز في تعريفه علي " وصف أعمال المدير المالى في المشروع " ، أو علي " النواحى النقدية لإدارة الأموال " ، أو علي " الحصول علي الأموال وإستخدامها " ، أوعلى " إتخاذ القرارات المالية " . إلا أن جميع هذه التعريفات معيبة وناقصة أو يختلط فيها الأمر بمفهوم التمويل مع مفهوم الإستثمار ، الأمر الذي يجعل وجود ضوابط أو معايير أو أبعاد أساسية لتعريف كلمة " التمويل " أمرا

لابد منه في هذا المجال .

إن الأبعاد الأساسية لكلمة ' التمويل ' والتي يتحدد على ضوئها مدي دقة التعريفات السابقة ، تتضمن أربعة نواحى أساسية هى :

أ - البعد الخاص بالحصول على الأموال .

ب - البعد الخاص بسداد هذه الأموال بعد ذلك .

جـ - البعد الخاص بتكلفة التمويل .

د - البعد الزمنى من حيث الحصول علي الأموال وسدادها بعد ذلك .

وعلي ذلك فإن التعريف المناسب للتمويل هو الذى يقوم علي أساس التدفقات المالية ، حيث يعرف التمويل على أنه : " عملية مبادلة بين تدفقات مالية داخلة حاليا ($س_{صفر}$) مقابل تدفقات مالية خارجة مستقبلا ($س_١$ ، $س_٢$ ، .... ، $س_ن$) .

أى أن التدفقات المالية الداخلة حاليا (حصول علي الأموال) تكون مساوية للقيمة الحالية للتدفقات المالية الخارجة مستقبلا (سداد الأموال) عند سعر فائدة معينة للأموال (تكلفة التمويل) خلال فترة زمنية طولها عدد معين من السنوات أو الشهور (البعد الزمنى). أى أن :

ت د $س_{صفر}$ = القيمة الحالية (ت خ $س_١$ ، ت خ $س_٢$ ، ... ، ت خ $س_ن$)

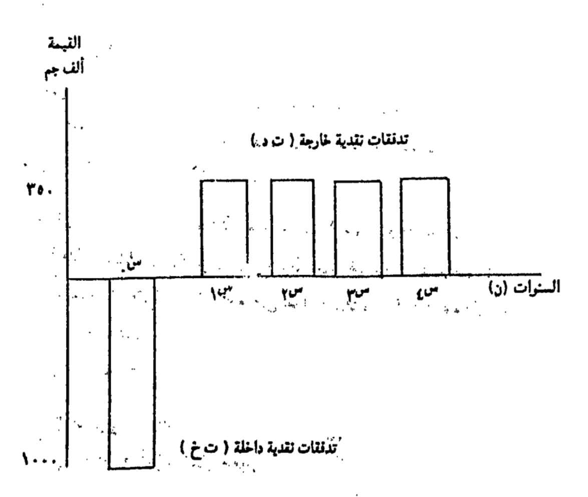
عند سعر خصم معين .

فإذا فرضنا أن أحد المشروعات قام بالحصول على قرض من أحد البنوك قيمته ١٠٠٠٠٠٠ جم لتمويل إحتياجاته وأنه أتفق مع البنك على سداد قيمة القرض على أربعة سنوات بسعر فائدة ١٥٪ فإن هذه العملية

يمكن التعبير عنها كالآتى :

	تدفقات نقدية داخلية	تدفقات نقدية خارجية
س صفر	١٠٠٠٠٠٠ جم	---
س ١	---	٣٥٠٢٦٥
س ٢	---	٣٥٠٢٦٥
س ٣	---	٣٥٠٢٦٥
س ٤	---	٣٥٠٢٦٥
		١٤٠١٠٦٠

ويأخذ الشكل الجانبى لعملية التمويل السابقة الوضع التالي :



ويختلف هذا الشكل الجانبي بحسب طبيعة كل عملية تمويل فهناك التمويل قصير الأجل والتمويل المتوسط والطويل الأجل . وكذلك هناك أيضا شروط السداد هل يكون فى آخر المدة أم علي أقساط متساوية أو غير متساوية وطريقة معالجة الفوائد هل تخصم مقدما أو تدفع في نهاية المدة أو علي دفعات ثابتة .

وبإختصار فإن التعريف السابق للتمويل يعتبر تعريفا كاملا وواضحا ويأخذ فى إعتباره كل أبعاد عملية التمويل ، فهو يتضمن : عملية حصول على أموال ، سداد الأموال ، تكلفة التمويل ، والبعد الزمنى ، الأمر الذى لا يغطيه أى تعريف سابق فى التمويل .

ثانيا : المفهوم الحركى للإستثمار :

الإستثمار هو العملية العكسية للتمويل . وعلي ضوء التعريف السابق للتمويل فإنه يمكن تعريف الإستثمار بأنه :

" عملية مبادلة بين تدفقات مالية خارجة حاليا أو فى المستقبل القريب (س صفر ، س ١) مقابل تدفقات مالية داخلة مستقبلا (س ١ ، س ٢ ، س ٣ ، ..... ، س ن) .

أى أن التدفقات المالية الخارجة حاليا (مصروفات خاصة بشراء الآلات والمعدات مثلا) تكون مساوية للقيمة الحالية للتدفقات المالية الداخلة مستقبلا (الإيرادات الناتجة عن هذا الاستثمار) عند معدل عائد معين (عائد الاستثمار) خلال فترة زمنية طولها عدد معين من السنوات أو الشهور (البعد الزمني للإستثمار) . أى أن :

ت خ س صفر = القيمة الحالية لـ ت د س١ ، ت د س٢ ، ..... ، ت د س ن عند معدل إستثمار معين

ومعنى ذلك أن هذا التعريف للإستثمار يتضمن أربعة أبعاد أساسية تكون في مجموعها مفهوم الإستثمار هى :

١ - أن أى عملية إستثمار تتضمن خروجا للأموال متمثلا فى شكل مصروفات لشراء أو بناء المصنع أو الآلات أو أى أصول ثابتة أخرى إذا كان الإستثمار يتعلق بالأجل الطويل . أو لمجرد تكوين رأس المال العامل فى المشروع من إستخدام الأموال فى الأصول المتداولة (بضاعة ومدينون وخلافه) .

٢ - أن أى عملية إستثمار سوف تؤدى إلي زيادة فى إيرادات المشروع مقابل هذا الإستثمار وهذا يعنى دخولا للأموال متمثلا على شكل إيرادات في المستقبل خلال سنوات الإستثمار .

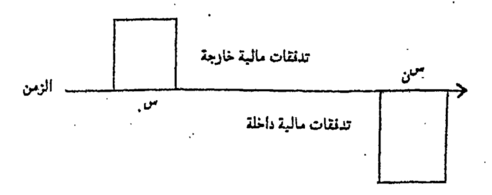
٣ - أن أى عملية استثمار لها عائد معين يمكن حسابه على أساس موازنة كل من التدفقات المالية الخارجة الحالية ، التدفقات المالية الداخلة المستقبلة والمرتبطة بهذا الإستثمار .

أن أى عملية إستثمار لها فترة زمنية معينة فقد يكون الإستثمار طويل أو متوسط أو قصير الأجل تبعا لتلك الفترة .

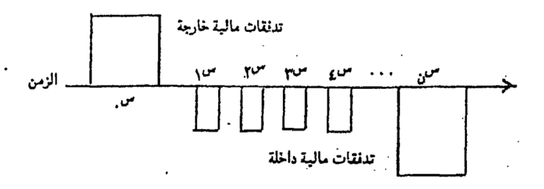
والشكل الجانبى لعملية الإستثمار يختلف بحسب طبيعة الإستثمار نفسه . فالشكل الجانبي لعملية الإستثمار فى شراء الأراضي يختلف عن الشكل الجانبى لشراء سندات أو شهادات إستثمار ذات عائد جارى ، عن الشكل الجانبى لعملية إستثمار فى المصانع الضخمة أو حتي الشكل الجانبى للإستثمار فى معدات وآلات .

ويتضح ذلك من الأشكال التالية :

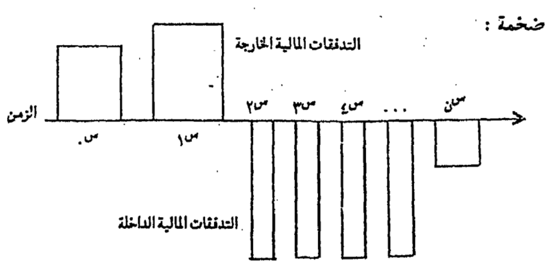
أ - الشكل الجانبي للإستثمار فى شراء أراضي :



ب - الشكل الجانبي للإستثمار فى شراء سندات أو شهادات استثمار ذات عائد جارى

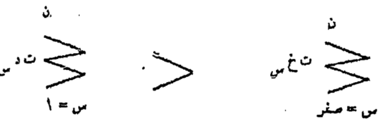


ج - الشكل الجانبى للإستثمار في إقامة مصنع كبير أو إنشاءات ضخمة :

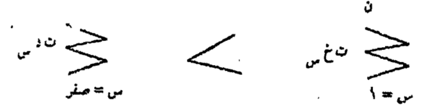


وعموما فإننا نجد أنه بالنسبة لعملية الإستثمار أن مجموع التدفقات المالية الخارجة الحالية أقل من مجموع التدفقات النقدية الداخلة المستقبلة.

أى أن :



بعكس عملية التمويل فإن مجموع التدفقات المالية الخارجة مستقبلا تكون أكبر من التدفقات المالية الداخلة الحالية . أى أن :



ويرجع ذلك بالطبع إلي عائد الإستثمار والبعد الزمني في عملية الإستثمار كذلك إلى تكلفة التمويل والبعد الزمني في عملية التمويل .

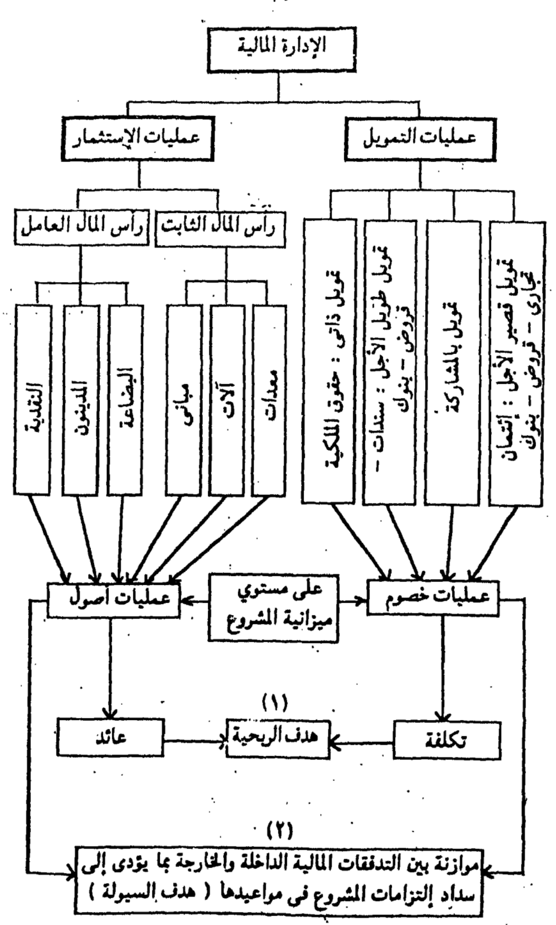
ثالثا : مفهوم الإدارة المالية :

يرتكز مفهوم الإدارة المالية على أساس التعريفين السابقين للتمويل والإستثمار ذلك أن الأخيرين يعتبران فى الحقيقة جناحا الإدارة المالية فى أى مشروع من المشروعات .

فالإدارة المالية بإختصار تتضمن كل الأنشطة المتعلقة بالتمويل والإستثمار . وبمعني آخر فإنها تشمل كل أوجه النشاط الإدارى المتعلقة بتنظيم حركة الأموال فى المشروع من تدفقات مالية داخلة وخارجة حاليا أو مستقبلا فى إطار الموازنة بين عوائد الإستثمار وتكلفة التمويل بما يسمح بتحقيق ربحية مناسبة للمشروع من جهة والوفاء بإلتزاماته فى مواعيدها من جهة أخري .

ولكي يتكامل تعريف الإدارة المالية فإن القيام بأوجه النشاط الخاصة بالتمويل والإستثمار يتطلب بالضرورة تخطيطا ماليا سليما ورقابة مالية فعالة ، الأمر الذي سنوضحه عند مناقشة وظائف الإدارة المالية فى المشروع.

فالإطار العام لمفهوم الإدارة المالية يمكن أن يتضح من خلال الشكل التوضيحى التالى :


الإدارة المالية
عمليات الإستثمار
عمليات التمويل
رأس المال العامل
رأس المال الثابت
تمويل ذاتي : حقوق الملكية
تمويل طويل الأجل : سندات - قروض - بنوك
تمويل بالمشاركة
تمويل قصير الأجل : إئتمان تجاري - قروض - بنوك
النقدية
المدينون
البضاعة
مباني
آلات
معدات
عمليات أصول
على مستوي ميزانية المشروع
عمليات خصوم
(١)
عائد
هدف الربحية
تكلفة
(٢)
موازنة بين التدفقات المالية الداخلة والخارجة بما يؤدى إلى سداد إلتزامات المشروع في مواعيدها (هدف السيولة)

وتمر وظيفة الإدارة المالية في المشروع من الناحية الإدارية بثلاثة مراحل أساسية مثلها في ذلك مثل باقي وظائف المشروع الأخري كالإنتاج والتسويق والأفراد وخلافه ...... هذه المراحل هي :

١ - مرحلة التخطيط المالي ...... حيث تعد التنبؤات عن المستقبل ، ثم تحديد الأهداف والسياسات ، والإجراءات والبرامج والموازنات الخاصة بالتمويل والإستثمار جنبا ما الإدارة المالية .

٢ - مرحلة التنظيم ...... أو تنسيق الجهود وتحديد الأعمال والأنشطة وتوزيع الإختصاصات لتنفيذ الأهداف والسياسات المالية الخاصة بالمشروع .

٣ - مرحلة الرقابة ...... بمعنى متابعة الأداء الفعلي ومقارنته بالخطط والمعايير المستهدفة والتعرف علي الإنحرافات ونوعيتها وأسبابها لمحاولة إتخاذ القرارات التصحيحية اللازمة للمستقبل .

ويعبر عن ذلك بما يسمى بمكعب الإدارة كالآتي :

وظائف المشروع / وظائف الإدارة	الوظيفة المالية	وظيفة الإنتاج	وظيفة.. ....إلخ
تخطيط	تمويل + إستثمار		
تنظيم			
توجيه			
تنمية كفايات			
رقابة			

رابعا: أهداف الإدارة المالية :

يتجه نشاط الإدارة المالية من تمويل وإستثمار إلي تحقيق هدفين أساسين ألا وهما :

١ - الربحية .

٢ - السيولة .

إى أن القرارات المالية الخاصة بوضع الخطط والبرامج المالية وتحديد السياسات الواجب إتباعها في مجالات التمويل والإستثمار يتم إتخاذها بما يضمن تحقيق الهدفين السابقين على أحسن مستوى ممكن .

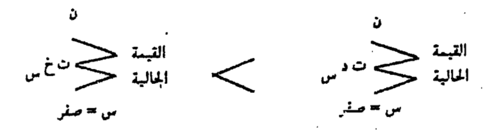
١ - هدف الربحية :

يعتبر الهدف الأساسى الذى تعمل منشآت الأعمال المختلفة على تحقيقه فهو ضرورى لبقاء ونمو هذه المنشآت فى دنيا الأعمال . وإذا كنا نتكلم عن الربحية كهدف فلا نعنى بذلك الربح أو صافى الربح الذي يظهر بحساب أرباح وخسائر المشروع .. فالربح رقم مطلق أما الربحية فهى علاقة الربح علي كافة مستوياته المختلفة : هامش الربح ، الربح الإقتصادى ، صافي الربح ، أو الـ Cash - Flow من جهة والأموال المستثمرة فى المشروع ، أو إيراداته أو مبيعاته من جهة أخرى . فالربحية تعني نسبة الربح على أى مستوي إلى الأموال التى استثمرت في سبيل تحقيقه . علي أن المهم هو معرفة الطريقة الأكثر منطقية فى حساب ربحية المشروع .. وفي رأينا أنه يجب التركيز على أساس ما يسمي بالربحية الإقتصادية للمشروع والتى تحسب ابتداء من الربح الإقتصادى .. حيث تعكس هذه الربحية قياس الأداء الإقتصادى للمشروع من إنتاج وتوزيع

لسلعه أو خدماته .

إن التفرقة بين الربح والربحية تعتبر أساسية عند تحديد الهدف الذى تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه . ذلك أن التركيز علي هدف الربح فقط - فوق أنه محل إنتقاد كبير من خبراء الإدارة المالية لأسباب متعددة - فإنه لا يعنى إمكانية تحقيق نتائج أكبر من عناصر الإنتاج التى استخدمت فى سبيل الوصول إليها . أما الربحية فتهتم بهذه العلاقة وتعمل على أن تكون عند أحسن مستوى لها . فالربحية تعنى ضمنا هذه العلاقةبين عائد الأموال المستثمرة وتكلفة مصادر هذه الأموال بحيث يجب التأكد دائما من إيجابية هذه العلاقة .إن الربحية بهذا المعني هي محور الإهتمام في الإدارة المالية حيث أنها تؤدى إلى إتخاذ قرارات تعمل علي تعظيم قيمة المنشأة في السوق في الأجل الطويل .

ويعنى ذلك أن القيمة الحالية للتدفقات المالية الداخلة إلي المشروع يجب أن تزيد عن القيمة الحالية للتدفقات المالية الخارجة من المشروع في الأجل الطويل ، أى أن :



وهذا يعنى النظرة المتكاملة إلى جناحي الإدارة المالية من تمويل وإستثمار من حيث العائد والتكلفة ومن حيث التوازن الزمنى .

٢ - هدف السيولة :

إن هدف الربحية وحده لا يضمن بقاء واستمرار المشروع فى دنيا الأعمال إذا لم تتوفر الأموال اللازمة لسداد ديون وإلتزامات المشروع في مواعيد إستحقاقها . فقد يترتب علي عدم مقدرة المشروع بسداد إلتزاماته عندما يحين مواعيد سدادها أن يقوم الدائنون بالمطالبة بأموالهم عن طريق القضاء الأمر الذى قد يؤدى إلى إفلاس المشروع أو قد ينهى حياة المشروع. وحتي بفرض عدم اللجوء إلى القضاء ، فإن الدائنون قد يتوقفون - نتيجة لعدم الثقة فى إسترداد أموالهم - عن إعطاء المشروع تسهيلات إئتمانية سواء كان ذلك على شكل إئتمان تجارى أو إئتمان مصرفي الأمر الذى يشل حركة المشروع ويقيد حركة أعماله سعيا وراء تحقيق الربحية .

وبالتالى فإن الهدف الثانى للإدارة المالية هو السيولة أو تأكيد مقدرة المشروع على دفع إلتزاماته في مواعيدها ، وبالتالى ضمان بقاء المشروع وإستمراره ، وعدم تعرضه لمشاكل العسر المالى الفنى ، والفشل المالى ، والسيولة بهذا المعنى تنصب على الأجل القصير أى السيولة الفنية أو اليسر المالي الفني ، حيث أن السيولة الحقيقة أو اليسر المالي الحقيقى يتأكد فقط عند تصفية المشروع بحيث تكون أصول المشروع كافية لسداد إلتزاماته . إلا أن فرض تصفية المشروع قد يكون فرضا غير منطقيا ، ولا يتفق مع مبدأ إستمرارية المشروع . لذلك وجب التركيز على مقدرة المشروع على سداد إلتزاماته في الأجل القصير أى علي السيولة الفنية كهدف وكشرط ضروري لإستمرار وبقاء المشروع .

الفصل الثالث

التخطيط المالى والنقدى

الفصل الثالث

التخطيـــــط المالـــي والنقـــدي

لتقييم الظروف الماليه للشركة والحكم على درجة كفاءتها فى تحقيق اهدافـها يستلزم الامر ان يعتمد الشخص القائم بالتحليل على بعض المعايير التى تكفل الحكم على كافة الظروف المالية للشركة . وفى هذا المجال فإن تحليل النسب الماليه لاقـى الاهتمام من الباحثين فـى مجـال الإدارة الماليـه لدرجـة لايكـاد يخلـو كتـاب فـى هـذا المجال من التعرض لاداة التحليل هذه بطريقة أو بأخرى .

ونظرا لان النسب الماليه تستخدم اساسا فى بلـورة الجوانـب المختلفـه للخطـة الماليه للشركة لذلك يستلزم الامر ان نبدأ بالتعرض لمفهوم التخطيط المالى على أن يلى ذلك دراسة النسب المالية المختلفة .

العوامل المؤثرة فى الخطة الماليه : [1]

من المتوقـع أن يكـون معدل التغـيرات الفنيـة والتكنولوجيـة والماليـة فـى الصناعة فى المستقبل اسـرع من تلك المعدلات القائمـة حاليا وهذا يستدعي من الادارة أن تكون مستعدة لمواجهة مثل هذه التغيرات . وبالنسبه للإدارة المالية فإن الأمر يستدعى الأهتمام بدراسة كافة الأدوات المالية الحديثه التى تكفل التوصل إلـى أفضل استخدام للموارد المالية المتاحه لها

ويستدعى الأمر أيضا الاهتمام ليس فقط بإعداد الخطط المالية على الـورق بـل أيضا المتابعـة المستمرة لمشـاكل التطبيـق ، ودراسـة كيفيـة التغلـب عليـها وأيضـا كيفيـة خلـق درجـة أكبر مـن التنسيق والتكـامل بين مرحلـة اعداد الخطـة الماليـة ومرحلة تطبيقها . .

والأهتمـام ينصـب هنـا علـى الخطـة الكليـة Total للتمويل وليـس فقـط علـى جزئيات هذه الخطة . ولإعداد هذه الخطة يستلزم الأمر تحديد الآتى :

---

[1] Robert Jerrett Jr, total financial Planning " in Eugeme F.Brigham and R. Bruce Richs, Edits, Readings in Essentials of Minagerial Fimance (New York , Holt, Binehart and Winiston, ١٩٦٨) PP. ٦٧ - ٧٥

(١) تحـديد حجـم الأمـوال المطلوبـة لمواجهـة احتياجـات الشـركة الحاليـة والمستقبلية .

(٢) تحديد حجم الأموال التي يمكن توفيرها عن طريق المـوارد الخاصـة للشركة وتلك التي يمكن الحصول عليها من مصادر خارجية .

(٣) تحديـد افضل الوسـائل Means للحصـول علـى مـوارد Recources ماليـه اضافية وذلك عند الحاجة اليها .

(٤) تحديـد أفضـل الوسـائل لإسـتخدام رأس المـال المملـوك والمقـترض بطـرق سليمه .

ولاشك انه لكي تقوم الادارة الماليه الأنشـطة السـابقه يستلزم الأمـر التعـاون والتنسيق فيما بينها وبين الادارات والأقسام الأخرى بالشـركة . وهـذا يسـتلزم من المدير المـالى ان يـهتم بمعرفـة الانشـطة التـى تـؤدى داخـل الادارات الاخـرى والا يحصر نشاطه فقط فى إعداد الارقام المالية وتفسيرها .

وكـل هـذا يستدعي درجـة اكـبر مـن التكـامل Integration والتنسـيق coordinetion فيما بين الأنشطة التى تؤدى داخل الإدارة المالية وتلك التى تؤدى داخل الإدارات والأقسام الأخرى بالشركة.

فهنـاك العديـد مـن الخطـط الماليـة التـى وان كـانت اسـتغرقت الكثـير مـن المجهودات فى مرحلة الأعداد الا إنها لم تحقق الهدف منها وذلك لانها لم تـأخذ فـى الاعتبـار ضرورة توفـير درجـة اكـبر مـن التكـامل بينـها وبيـن الانشـطة الاخـرى بالشـركة . والتكامل بين الخطة الماليـة وغيرهـا مـن الخطـط مطلـوب سـواء خـلال مرحلة اعداد الخطة أو خلال مرحلـة تنفيذهـا أو إعـادة تقييمـها واجـراء التعديـلات المطلوبة عليها .

والتكامل فى الخطة معناه النظر إلى كافة الانشـطة بالشركة علـى انـها عبـارة عن تروس فى آله تعمل جميعها من أجل تحقيق هدف عام يتمثل فى تعظيم الربح أو تعظيم قيمة حقوق المساهمين بينما أن التنسيق يعنـى التسلسـل المنطقـى فـى تنفيـذ الخطة وتبادل الأراء بين الإدارات المختلفـه . وبمعنـى آخـر فـإن التكـامل بيـن كافـة الأنشطه مطلوب بدرجه أكثر وذلك عند إعداد الخطه الماليه بينمـا التنسـيق مطلـوب عند القيام بعملية التنفيذ .

ونقطة البداية عند إعداد الخطة المالية هى إعداد الخطة العامة للمشروع ككل Enterprise as a whole وهذه يجب أن تلخص وتقيم وتصف الأنشطة المطلوب ادائها ، والقائمين بالاداء والنتائج المطلوب تحقيقها Expected results فى شكل أرقام مبيعات معينهو أرقام إنتاج وتكلفه وربحيه، وكذلك وقت معين محدد مسبقا لتحقيق أرقام المبيعات وغيرها من عناصر الخطه وبطبيعة الحال فإن جميع هذه الانشطة يجب ان تؤدى فى ضوء الأهداف الطويلة الأجل للشركةالتي تمثل فى البقاء والنمو والربحيه وغيرها . وعموما فإنه لايوجد اتفاق عام على ما يسمى بالأهداف طويلة الأجل وتلك قصيرة الأجل . والسبب فى ذلك يرجع إلى اختلاف الظروف التى تعمل فى ضوئها كل شركة، ودرجة المرونه المتوفرة لديها لتعديل وتطوير مجالات عملها، ومدى قدرتها على التحكم Control فى العوامل المؤثرة فى نتائج النشاط اليومى لها .

والملاحظ بصفه عامة أن هناك بعض الناس الذين لايتحمسون كثيرا لأعداد الخطط طويلة الأجل وذلك بحجة عدم القدرة على التنبؤ واستقرار كافه العوامل المؤثرة فى الخطه فى المستقبل . ووجهة النظر هذه لايمكن الموافقة عليها وذلك على اساس أن خطوات التخطيط طويل الأجل متعددة من بينها اخذ ظروف المستقبل في الاعتبار والاستعداد المبكر لمقابلة المشاكل المتوقع مواجهتها . لذلك يستلزم الأمر إعداد خطة عامة طويلة الأجل على أن يصحبها خطط قصيرة الأجل تعد بشكل تفصيلى وبحيث تعدل الخطط طويلة الأجل فى ضوء الظروف الحالية للشركة ونتائج تنفيذ الخطط قصيرة الأجل .

التخطيط طويل الأجل :

تبدأ الخطة طويلة الأجل باعداد مجموعة من التنبؤات Farecasts أو الافتراضات Assumptios عن الظروف الأقتصاديه العامة المتعلقة بالصناعة التى تعمل بها الشركة، وايضا الظروف السياسية Political فى المستقبل وأثرها على نشاط الشركة ، سوق العمل فى المستقبل، اسعار المواد الخام ودرجة توافرها بالكميات المطلوبة وفى الوقت المناسب، وظروف السوق، مستويات الأسعار وعامل المنافسة ، التقدم التكنولوجى ومجالاته فى المستقبل، سوق الأوراق المالية والظروف التى سوف تحكمها في المستقبل، معدلات الفائدة على المدخرات وكذلك على الأموال المقترضه، درجة توافر الأموال اللازمه لشراء مستلزمات الإنتاج وغيرها .

وبطبيعة الحال فإنه يصعب التنبؤ بجميع هذه العوامل على وجه الدقه ولكن هذا لايعني التخلي وإن لم تتطابق ظروف المستقبل مع ما سبق التنبؤ به بالكامل فالتنبؤ بها بشكل أن التنبؤ بنسبة ٥٠% مثلا من هذه العوامل أفضل من عدم القيام بعملية التنبؤ على الإطلاق.

والتنبؤ يعتبر أمرا ضروريا لمواجهة تحديات الإدارة المالية حيث يتطلب على المدير المالي تحديد على وجه الدقة حجم الأموال المطلوبة لتمويل خطط الشركة في المستقبل وطرق الحصول على هذه الأموال ومواعيد الحصول عليها وأيضا يمكن عن طريق التنبؤ بهذه العوامل معرفة أي الخطط سوف تمكن الشركة من تحقيق معدلات عائد مرتفعة وأيها تعتبر خطط غير مقبوله من وجهة النظر المالية .

وعملية توفير الاحتياجات المطلوبة لايمكن أن تتم على أساس سليم دون إيجاد الارتباط بينها وبين البرامج التفصيلية اللازمة لتنفيذ الخطة . وهذه البرامج يجب أن تشتمل على رقم المبيعات المتوقعة والأسواق الجديده المتوقع أن يتم توزيع المنتجات بها والقدرة الاستيعابية للأسواق الحالية والتغيرات المتوقعة في العناصر التي تشتمل عليها منتجات الشركة Product Mix وبرامج الإعلان وغيرها من أنشطة التسويق المباشر . كما يجب أن تشتمل هذه البرامج أيضا على أنشطة Activities الإنتاج وغيرها من أنشطة الشركه الأخرى . وكل هذه الأنشطه يجب ان تترجم في شكل خطة متكاملة توضح الاحتياجات من المهمات والآلات والقوى العاملة وأيضا التكلفة المتوقعه للحصول على هذه العناصر . وبمقارنة التكلفه المتوقعه لتنفيذ برامج العمل المختلفه بالايراد المتوقع يمكن التوصل إلى معرفة الربح أو الخسارة المتوقعة .

وهذا لايعني أن عملية إعداد الخطه طويلة الأجل تنتهي بانتهاء عملية التوصل إلى تحديد الربح أو الخسارة المتوقعه حيث أن هناك بعض العمليات الأخرى التي تعتبر مكملة لعملية التخطيط طويل الأجل هذه وإن كانت هذه العمليات لاتتم بصفة دوريه مثل زيادة حجم رأس المال والاندماج مع شركات أخرى وغيرها من الأعمال التي لاتدخل ضمن النشاط العادي Normal للشركة .

التخطيط قصير الأجل :

لاتوجد إختلافات أساسيه بين التخطيط طويل الأجل والتخطيط قصير الأجل من حيث الأهداف والأسلوب المطبق . فالخطة قصيرة الأجل ليست الا مجرد خطه تفصيليه وربما أكثر دقة لما تشتمل عليه الخطه طويلة الأجل . وقد تغطى الخطة قصيرة الأجل فترة عام أو قد تغطى بضعة شهور ولكن فى جميع الأحوال فإن نقطة البداية بالنسبه لأعداد الخطه قصيرة الأجل هى الرجوع إلى عناصر الخطة طويلة الأجل ومعرفة درجة الاختلاف فى الظروف الحاليه المؤثرة فيها وكيفيه تعديلها لتتفق مع هذه الظروف وهذه الخطه تتضمن المبيعات خلال العام القادم مثلا ، وبرامج الإنتاج المتوقعه، وحجم الأموال الداخله والخارجه من الشركه وغيرها .

التنسيق أثناء تنفيذ الخطه :

أن تنفيذ Implementation الخطة تعتبر حجر الزاويه فى نجاح عملية التخطيط . السبب فى ذلك يرجع إلى أنه حتى ولو أن القائمين بعمليه التخطيط راعوا الدقة والواقعية Realistic ووضعوا فى اعتبارهم كافة العوامل المؤثرة فى الخطه، فإن هذا لاينفى أهمية الاستفادة من القدرات الخاصه لهؤلاء القائمين بالتنفيذ الفعلى حيث هم أقدر الناس على معرفة ظروف التطبيق ومشاكله وكيفية مواجهتها وهى عوامل قد لايستطيع المخطط أن يلم بها بالكامل . ولكى تستفيد الشركة من القدرات الخاصة للقائمين بالتنفيذ الفعلى للخطه يستلزم الأمر توافر درجة عاليه من التنسيق بين كافة الجهود المشتركة فى عملية التنفيذ .

وهنا يستلزم الأمر تحديد دور كل جهة مسئوله عن تنفيذ الخطه وجميع البيانات اللازمه عن نتائج التنفيذ لامداد الإدارات المسئوله بها باستمرار وتحديد مجالات التغيير فى الظروف الحاليه المحيطه بعملية تنفيذ الخطة عن الظروف التى كانت سائدة أثناء عمليه اعدادها . وهذا يعنى أن عملية تقييم evaluation نتائج التنفيذ تعتبر عملية هامة ووظيفة مستمرة من وظائف الإدارة .

وللحصول على درجة أكبر من التنسيق يستلزم الأمر أيضا اعداد الخطة فى شكل مكتوب حيث يعرف كل شخص دوره فى تنفيذ الخطه وعلاقه ذلك بما يقوم بادائه مختلف الافراد بالشركة وإيضا تساعد عملية اعداد الخطه فى شكل رسمى Farmal مكتوب على قيام الاشخاص بالتفكير مسبقا فيما هو مطلوب منهم تنفيذه بشكل يساعد على بلورة بعض الجوانب الخفيه فى عملية التخطيط ويرفع بالتالى من كفاءة الاداء .

مقدمــــه :

تمثل عملية تخطيط الإيرادات والمصروفات النقديه ركنا اساسيا من أعمال الإدارة الماليه ، حيث يكون الهدف الرئيسى فى مثل هذه الحالة هو تحديد حجم الإيرادات النقدية أو التدفق النقدى الداخل للمشروع Cash inflow خلال فتره زمنية محدده ، وحجم المصروفات النقديه أو التدفق النقدى الخارج من المشروع Cash Outflow خلال نفس الفتره، وأثر كل ذلك على رصيد النقديه . والأهتمام لا ينصب فقط على تقدير حجم التدفقات النقديه الداخله والخارجه من الشركه ولكنه ينصب أيضا على الوقت الذى سوف تتم هذه العمليات النقدية خلاله .

أهميه تخطيط التدفق النقدى :

وأهميه تخطيط التدفق بالنسبه لإداره الشركة تتمثل فى الآتـــى [1]:

١- يدفع تخطيط التدفق النقدى الإدارة إلى دراسة أثر المتغيرات المختلفه مثل المشتريات والمبيعات ، وأوراق الدفع واوراق القبض على التدفقات النقديه الداخله والخارجه من المشروع . وهذه النظره الشموليه تفيد فى عدم إهمال أثر عامل معين أو مجموعه من العوامل على التدفقات النقديه فى المستقبل .

٢- يساعد تخطيط التدفق النقدى على معرفة الوقت المطلوب لسداد المستحقات التى على الشركة للغير، وبالتالى فهو يعطى فتره كافيه لتدبير الأموال المطلوبه للسداد .

٣- يساعد تخطيط التدفق النقدى على الأحتفاظ برصيد نقدى أقل من رصيد النقديه عنه فى حاله عدم إعداد بيان التدفق النقدى، حيث لايكون لدى الشركة

---

(١)د . شوقى حسين عبد الله ، المرجع السابق الأشاره إليه ، صـــ ١٥٥ - ١٦٠ .

خطة واضحة في الحالة الأخيرة فيما يتعلق بحجم ووقت التدفقات النقدية وتكون النتيجة المترتبة على ذلك احتفاظ الشركة برصيد نقدى أكثر من اللازم خوفا من عدم قدرتها على سداد مستحقات الدائنين في الوقت المحدد وما يترتب على ذلك من ضعف ثقة الدائنين في المركز المالي للشركة . اما في حالة إعداد بيان التدفق النقدى فإنه يتوافر لدى الشركة خطه واضحه بحجم التدفقات النقديه الخارجه والداخله والفارق بينهما سواء كان بالسالب وذلك في حالة زياده التدفقات النقديه الخارجه على التدفقات النقديه الداخله أو بالموجب وذلك في حالة زيادة التدفقات النقدية الداخله على التدفقات النقدية الخارجة، وبهذا الشكل يكون هناك أساس واضح يبرر عدم الأحتفاظ بنقديه أكثر من اللازم وهو ما يعنى بالتالى زيادة الموارد المتاحه للشركة لتمويل عمليات التوسع في أعمالها والدخول في مشروعات استثمار جديده . كما أن تخطيط التدفق النقدى يساعد أيضا في الحصول على التمويل الخارجي اللازم لتمويل عمليات التوسع في الوقت المناسب ويساعد بالتالى على تخفيض تكلفة التمويل الخارجى .

٤- يساعد تخطيط التدفق النقدى على تحقيق عائد أفضل على الأموال المستثمره بالشركة فعدم الأحتفاظ بنقديه أكثر من اللازم يعنى استخدام هذا الفائض النقدى في تمويل العمليات الجاريه الخاصه بالإنتاج والبيع، وهذه بدورها تعطى عائدا يتمثل في صافى الربح الذى يتم تحقيقه في نهاية كل دورة اعمال (أى عمليات الشراء والإنتاج والبيع والتحصيل) بينما أن الأحتفاظ بالنقدية في شكل عاطل يعنى عدم القدرة على تحقيق معدلات العائد على الأستثمار التى يمكن الحصول عليها من وراء توجيه هذه الأموال للعمليات الإنتاجية والتسويقية التى يتحقق الربح من وراء القيام بها .

٥- يساعد تخطيط التدفق النقدى على معرفة حجم العجز أو الفائض النقدى وأيضا الوقت الذى يتحقق فيه هذا العجز أو الفائض، وهنا يكون أمام إدارة الشركه فسحه من الوقت لتدبير الأموال المطلوبه في حالة وجود العجز أو لأختيار مجال الأستثمار المناسب في حاله وجود الفائض والذى قد يتمثل في شكل شراء أوراق ماليه سهله البيع خلال الأجل القصير أومنح قروض قصيرة الأجل للغير أو غير ذلك من مشروعات الأستثمار قصيرة الأجل .

تحديد الحجم المناسب من النقدية والأوراق المالية :

سبق إن ذكرنا فى الفقرة السابقة أن بعض الشركات تقوم باستثمار النقديه الفائضه عن حاجة الأعمال العاديه للشركة فى بعض الأوراق الماليه Securities التى يمكن التخلص منها بالبيع بالسرعه المطلوبه . وهذا يعنى ان الشركة من الضرورى أن توازن بين حالة السيوله النقديه، وهذه تتحقق عندما تحتفظ الشركة برصيد نقدى يكفل مواجهة الأحتياجات العاديه بالأضافه إلى مبلغ معين لمواجهة الظروف الغير متوقعه ، وبين حالة الربحيه وهذه تتحقق عندما تقوم الشركة بتخفيض حجم الرصيد النقدى إلى أقل حد ممكن وتستثمر جزء معين من أموالها فى بعض الأوراق الماليه سهله التحويل إلى نقدية سائله . ولاشك أن المشكلة الرئيسيه التى تواجه المدير المالى هى كيفية توزيع النقديه السائله ما بين الرصيد النقدى الواجب الأحتفاظ به بخزينه الشركة أو بأحد البنوك وبين الأوراق الماليه التى يمكن التخلص منها بالبيع على وجه السرعة . ولقد حاول بعض الباحثين فى مجال الإدارة الماليه أن يقدموا بعض النماذج الرياضيه مسترشدين فى ذلك بالنماذج المستخدمه فى تحديد الحجم المناسب من المخزون السلعى الواجب الأحتفاظ به والذى يحمل الشركة أقل تكلفه ممكنه[١] .

نمـوذج بيمـــول :

ومن بين هذه النماذج ذلك النموذج الذى وضعه بيمول [٢] Baumol Model ويقوم هذا النموذج على أساس أن الشركة تقوم بدفع المتطلبات النقدية فى شكل تحويلات نقدية تصل إلى رقم إجمالى عن الفتره المعد عنها الميزانيه النقديـة يمكن ان ترمز إليه بالرمز " ن " . ولكى تقوم الشركة بالوفاء بهذه اللالتزامات فانها من الضرورى أن تعتمد على مصادر تمويل داخليه أو خارجيه عن طريق الأقتراض وكلاهما يحمل الشركة تكلفه معينه يرمز لها بالرمز " أ " حيث تتمثل فى معدل الفائده الواجب دفعه بالنسبة لكل جنيه يتم اقتراضه أو معدل العائد الذى يضيع على

[١] راجع للمؤلف ، سياسات الشراء والتخزين، القاهرة، ١٩٧٧ ،

[٢](I) William J. Baumol , The Transactions Demand for Cash : An Inventory Theortic Approach , " Quarterly Journal of Economics, Vol LXV ,November ١٩٥٢ PP ٥٤٥ - ٥٥٥.

الشركة لو أنها كانت استثمرت هذه الاموال باحد مشاريع الأستثمار قصيرة الأجل ويمكن الحصول على الوسط الحسابي المرجح لكل من معدل الفائده ومعدل العائد، وبطبيعه الحال فإن الشركة لن تقوم بعمليات اقتراض يومى من البنوك للوفاء بالاحتياجات النقدية وأيضا فإنها لن تقوم بعملية بيع يومى لاستثماراتها قصيرة الأجل من أجل الحصول على النقديه اللازمة للوفاء باحتياجاتها، لذلك فإن البديل هو أن تحصل على احتياجاتها النقدية بما يكفي فترة زمنيه معقوله وبحيث تتحدد مرات الرجوع إلى مصادر التمويل الداخليه أو الخارجيه قصيرة الأجل بعدد محدود من المرات . فإذا رمزنا للحجم المناسب من النقديه الواجب الحصول عليه فى كل مره بالرمز " س " فإن هذا يعنى انه كلما قامت الشركة بالحصول على نقديه حجمها " س " في المره الواحده فإنها تتحمل بعض المصاريف الإداريه الثابته في كل مره والتى تنتج من وراء إجراء الاتصال بمصادر التمويل وتقييم التكلفه المترتبه في حالة الاعتماد على مصدر معين للتمويل مقارن بغيره من المصادر وغيرها من عناصر التكلفه الثابته التى تتحملها الشركة فى كل مره يتم فيها الحصول على أموال من مصادر داخليه أو خارجيه بصرف النظر عن حجم هذه الأموال وهذه يمكن أن نرمز لها بالرمز " ب " .

تحديد الحجم المناسب للنقدية المطلوب توفيرها عن المده :

ويكون الهدف في مثل هذه الحاله هو تحديد الحجم المناسب من الأموال المطلوب إقتراضها فى المره الواحده أو تلك المطلوب الحصول عليها عن طريق تصفية أحد أصول الشركة اى التمويل الداخلى ولقد سبق أن رمزنا إلى الحجم المناسب بالحرف " س" .

إستخدام معيار التكلفه الإجماليه لتحديد عدد مرات الحصول على النقدية :

ولاشك ان آحد المعايير الأساسيه المستخدمه فى تحديد حجم الأموال الواجب الحصول عليها فى المره الواحده هو حجم التكاليف التى تتحملها الشركة إذا هى اقترضت على عدد معين من المرات مقارنة بتلك التى تتحملها لو إنها اقترضت احتياجاتها على عدد أقل أو اكثر من ذلك . ومعادلة التكاليف الإجمالية تتمثل فى الآتى :

التكاليف الإجمالية للاحتفاظ برصيد معين من النقدية

$$= \left(\frac{\text{"ب"} \times \text{"ن"}}{\text{س}} \right) + \left(\frac{\text{"أ"} \times \text{"س"}}{٢} \right)$$

أى

المصروفات الثابتة التى تدفع لاتخاذ قرار توفير النقدية من خارج أو داخل الشركة × حجم التدفقات النقدية الخارجة عن الفترة

الحجم المناسب للنقدية المطلوب الحصول عليه فى كل مره والاحتفاظ به للقيام بالمدفوعات النقدية

+

متوسط معدل الفائدة على الأموال المقترضه ومعدل العائد على الفرصه البديله للأموال المملوكه على الجنية العاطل × الحجم المناسب للنقدية المطلوب الحصول عليه فى كل مره والاحتفاظ به للقيام بالمدفوعات النقدية

٢

حيث يرمز العنصر الأول من المعادله إلى المصروفات الثابته " ب " التى تتحملها الشركة لو أنها اقترضت فى المره الواحده "س" من الأموال لمقابلة التزامتها النقديه "ن" عن الفترة الزمنية المعد عنها الميزانيه النقديه بينما يشرح العنصر الثانى من المعادلـه تكلفة الفرصه الضائعه "أ" على الشركة لو أنها أحتفظت بحجم معين من النقديه يصل فى المتوسط إلى

$$\frac{\text{نقدية أول المدة + نقدية أخر المدة}}{\text{٢}} \quad \text{أو} \quad \frac{\text{س}}{\text{٢}}$$

فإذا تطرقنا للحجم المناسب من النقدية الواجب الحصول عليه في المرة الواحدة والذى يكفل الوفاء بالاحتياجات النقدية فى المستقبل ويكفل أيضا تخفيض الفرصه الضائعه على الشركة نتيجه للاحتفاظ بحجم معين من النقديه فى شكل عاطل، وأيضا تخفيض التكلفة الثابته التى تتحملها الشركة فى كل مره يتم فيها الأقتراض فإننا نجدها تتمثل فى الآتـــى :

$$\text{حجم النقديه الواجب الحصول عليه فى كل مره} = \sqrt{\frac{\text{٢} \times \text{المصروفات الثابته للأقتراض أو توفير النقديه الداخليه فى المره الواحده} \times \text{حجم التدفقات النقديه الخارجيه}}{\text{تكلفة الفرصة الضائعه لو ظلت النقدية فى شكل عاطل}}}$$

أو

$$\text{س} = \sqrt{\frac{\text{٢} \times \text{ب} \times \text{ن}}{\text{أ}}}$$

حيث يرمز " ن " إلى حجم التدفقات النقدية الخارجة من المشروع عن الفتره ، وحيث ترمز "ب" إلى المصروفات الثابته التى تتحملها الشركة فى كل مره يتم فيها الأقتراض بينما يرمز "أ" إلى تكلفه الفرصه الضاعه على الشركة لو أنها احتفظت بحجم معين من النقديه فى شكل عاطل دون استخدام . ومن أجل توضيح أبعاد هذه المعادله فإننا نقدم المثال التالى :

مثـــال

لقد قامت احدى الشركات صغيرة الحجم بتقدير حجم التدفقات النقدية الخارجة من الشركة فى شكل مدفوعات مختلفه عن العام القادم فوجدت انها تقدر بمبلغ ٢،٠٠٠،٠٠٠ جنيها واذا فرضنا ان المصاريف الثابته للحصول على النقديه المطلوبه فى المره الواحده هى ٥ جنيهات وأن سعر الفائدة المحدد لكل جنيه يتم إقتراضه أو أيداعه بأحد البنوك هو ٨ % فالمطلوب تحديد حجم الأموال الواجب اقتراضها أو الحصول عليها من مصادر داخليه فى المره الواحده بحيث يؤدى ذلك لتخفيض المصروفات لأقل حد ممكن .

الحـــل

الحجم الأمثل للأقتراض أو لتوفير أموال من الداخل =

$$س = \sqrt{\frac{٢ \times ب \times ن}{أ}}$$

$$س = \sqrt{\frac{٢ \times ٥ \times ٢,٠٠٠,٠٠٠}{٨\%}}$$

$$س = \sqrt{٢٥,٠٠٠,٠٠٠}$$

س = ٥٠٠٠ جنيه تمثل حجم النقديه الواجب الحصول عليها فى المره الواحده،

وهذا يعنى أنه لو قامت الشركه بإقتراض مبالغ أقل أو أكثر من ٥٠٠٠ جنيه فإن هذا يعنى تحملها لتكاليف أكثر من اللازم .

الأنتقادات الموجهه لمعادلة الحجم المناسب للحصول على النقديه :

والأنتقادات الرئيسية للنموذج السابق تتمثل فى الآتـــى :

١- يفترض النموذج أن المدفوعات النقديه عن الفتره القادمه محدده بدقه وغير معرضه للزيـاده والانخفـاض بينمـا تـدل الظـروف العمليـه علـى أن هـذا الشـرط يصعب تحقيقه .

٢- يفترض أنه لاتوجد مصادر أخرى للحصول على الأختياجات النقديه اللازمه للفتره القادمه بخلاف الأقـتراض الخـارجى أو التخلـص مـن أحـد الأصـول وهـو

بهذا الشكل قد تجاهل مصادر الإيرادات النقديه المتعدده مثل المبيعات والعائد على الأستثمارات بالإوراق الماليه للشركات الإخرى وغيرها .

٣- يفترض هذا النموذج أيضا أن تكلفة الفرصه الضائعه التى يتم حسابها على أساس معدل الفائده على الأقتراض والأيداع تتمثل فى نسبه ثابته باستمرار طوال الفتره المعد عنها الميزانيه النقديه بينما تدل ظروف الواقع العملى أن هذه النسبه فى تغير مستمر سواء بالزياده او الأنخفاض وذلك طبقا للظروف الأقتصاديه العامه ورغبه الحكومه فى تشجيع أو تقييد عمليات الأقتراض من البنوك ، أى أن سعر الفائده على الإيداعات والمسحوبات فى تغير مستمر .

٤- يفترض هذا النموذج أيضا أن التكاليف التى تتحملها الشركة للقيام بعملية الأقتراض تعتبر ثابته باستمرار فى الوقت الذى قد لا يتحقق فيه هذا الشرط فى بعض الحالات .

٥- ركز هذا النموذج على الإحتفاظ بالرصيد النقدى من أجل دفع المستحقات التى على الشركة فى المستقبل فقط وهو بهذا الشكل قد تجاهل الدوافع الأخرى من وراء الأحتفاظ برصيد نقدى مثل مواجهة المخاطر وزياده النقديه عن الحد الأدنى بالتالى وحالات عدم التأكد بالنسبه لتقدير الأحتياجات النقديه وأيضا للاستفاده من الفرص الماليه المتاحه خلال الأجل القصير والتى قد لا يكون من السهوله التنبؤ بها .

تحديد الحجم المناسب للإستثمار فى الإوراق الماليه .

وبعد أخذ الأنتقادات السابقه فى الإعتبار فإننا يمكن أن نستخدم النموذج السابق فى تحديد حجم الأموال الواجب الأحتفاظ بها فى شكل نقدى وتلك الواجب الأحتفاظ بها فى شكل أوراق ماليه يمكن تحويلها إلى نقديه بسهوله .

فإذا فرضنا كما هو الحال فى المثال السابق أن الحجم التدفقات النقديه الخارجه طوال العام هى "ن" فإن هذا يعنى أن حجم التدفقات النقديه عن اليوم الواحد = $\frac{\text{ن}}{\text{٣٦٥ يوم}}$ ، وهى ما يمكن أن يرمز لها بالرمز "م" للتفرقه بينها وبين المدفوعات طوال العام والتى سبق وان رمزنا لها بالرمز "ن".

لنفرض أن تكلفة تحويل الإوراق الماليه إلى نقدية سائله تأخذ شكل مبلغ ثابت باستمرار يرمز له كما سبق بالرمز "ب" وأن العائد اليومـى لأستثمار جنيه واحد فـى شكل أوراق ماليـه بـالرمز "أ" وأن الشركة لا تتوافـر لديـها مصـادر أخـرى للحصول على إحتياجاتها النقديه بخلاف حصيله بيع الأوراق الماليه ورصيد النقديه الذى تحتفظ به فإن، الحجـم الأمثـل لتحويـل الأوراق الماليـه إلـى نقديـه سـائله فـى المره الواحده وذلك بعد أخذ العوامل السابقه فى الإعتبار سوف تتمثل فى المعادله :

$$س = \sqrt{\frac{٢ \times ب \times م}{أ}}$$

أى الحجم المناسب لتحويـل الأوراق الماليه لنقديه =

$$\sqrt{\frac{\text{٢× مصروفات تحويل الأوراق المالية لنقديه فى المره الواحده × متوسط المدفوعات النقديه اليوميه}}{\text{العائد اليومى للجنيه المستثمر فى أوراق ماليه فى شكل نسبه معروفه مسبقا}}}$$

وهذا يعنى أن الشركة تستطيع أن تغير من حجم الإيرادات التى تحصل عليـها من وراء الأستثمار فى الأوراق الماليه وذلك عن طريق اسـتخدام المعادلـه السـابقه فى تحديد الحجم المناسب لأستثمار الأموال فى شكل أوراق ماليه والحجـم المناسب للأحتفاظ بالأموال فى شكل رصيد نقدى ، حيث أنه كلمـا زاد حجـم الرصيد النقدى كلما زاد متوسط النقديه المتوافره خلال فتره معينه بدون إستخدام حيث أن متوسـط الرصيد النقدى =

$$\frac{\text{(رصيد أول المده + رصيد آخر المده من النقديه)}}{٢}$$

والعكس يمكن أن يحدث فى حاله تخفيض رصيد النقديه إلى أقل حـد ممكن مـع توفير درجه معينه من الحمايه الماليه ضد مخاطر " العسر المالى الفنى " أو عدم توافر النقديه فى الوقت المناسب لدفع مستحقات الدائنين ويكـون ذلـك عن طريق تحويل الجزء الذى تم اسـتقطاعه مـن الرصيد النقدى نحـو الأستثمار فـى الأوراق الماليه التى يمكن تحويلها إلى نقديه بالسرعه المطلوبـه وبـهذا الشكل يتوافر لـدى الشركه درجه معينـه من الحمايه الماليه ويكـون باستطاعتها أيضـا أن تحقـق عـائد معين على الأستثمارات فـى الأوراق الماليـه بعكـس الحـال بالنسبه لحالـه الإحتفـاظ بالنقديه فى شكل رصيد نقدى عاطل .

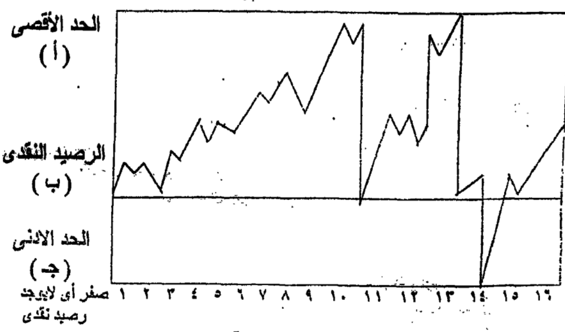
ومن جهه أخرى فإنه كلما قل حجم الأوراق الماليه التى تتخلص منها الشركة بالبيع وتحولها إلى نقديه فى المره الواحده كلما زاد عدد المرات التى تقوم فيها الشركة بالبيع وتحويل الاوراق الماليه إلى نقديه وذلك للوفاء باحتياجات الشركه طوال فتره معينه ويعنى بالتالى زياده المصروفات الثابته التى تتحملها الشركة فى المره الواحده من أجل القيام بعمليه التحويل هذه .

ونظرا لأن النموذج السابق يفترض ان التدفقات النقديه الخارجيه تعتبر ثابته باستمرار طوال الفتره وبالتالى فإن عمليات تحويل الأوراق الماليه إلى أرصده نقدية يمكن التنبؤ بها فى ضوء هذا المعدل الثابت من التدفقات النقديه الخارجيه لذلك فقد حاول بعض الباحثين الأخرين (١) أن يقدموا نموذج مختلف للنموذج السابق فى أنه يعتبر أن رصيد النقديه اليومى فى تغير مستمر سواء بالزياده نتيجه لزياده المتحصلات النقديه على المدفوعات النقديه أو بالنقص نتيجه لزياده المدفوعات النقدية على المتحصلات النقديه . وهذا النموذج الأخير يتفق مع نموذج Baumol فى أنه يفترض أن هناك مصدرين أساسين لتدعيم موقف السيوله بالشركه أحدهما يتمثل فى النقديه السائله وهذه بدورها تتأثر بكافه العوامل المؤثره على حركه التدفقات النقديه الداخله والخارجه من الشركه مثل المبيعات أو المشتريات وغيرها والثانى يتمثل فى الأوراق الماليه . ويتفق هذا النموذج الأخير مع نموذج Baumol أيضا فى أنه يفترض وجود مبلغ ثابت باستمرار بالنسبه لأيه عمليه تحويل للأوراق الماليه إلى نقديه وتحويل النقديه إلى اوراق ماليه، وأنه لايوجد تأخير فى عمليه التحويل هذه . والنموذج الأخير الذى يطلق عليه نموذج Miller and Orr ينظر إلى الرصيد النقدى على أنه فى تغير مستمر طبقا للتغيرات التى تحدث فى التدفقات النقديه الداخله والخارجه والتى يمكن تمثيلها فى الآتــى :

---

(١) Merton H. Miller and Danel Orr, " Amodel of the Demand for Money by Firms ", Quarterly Journal of Economics :, Vol > LXXX , August ١٩٦٦ , PP. ٤٣٣ – ٤٣٥ ? See some Comments on the Model in , James C.Van Horne, op . Cit . PP.٤٣٤ – ٤٣٦

العلاقة بين التدفقات النقدية والرصيد النقدى



وطبقا لوجـه نظـر Miller And Orr أنـه فى فتره زمنيه معينـه فـإن الرصيد النقدى قـد يرتفـع ليصل إلـى مستوى أعلـى من النقطـه "ب" التـى تمثل الرصيد النقدى الواجب الأحتفاظ به باستمرار لمواجهه حالات الطوارئ ويكون ذلك ناتج من زيـاده حجم المتحصلات النقديـه من المبيعات وأوراق القبض وغيرها على المدفوعات النقديه المترتبه على القيـام بعمليـات الشراء النقدى ودفع مستحقات الدائنين وغيرها . فإذا وجدت الإدارة المالية ان رصيد ا لنقدية قـد زاد عن النقطة " ب " فإن هذا يعنى أن هناك رصيد نقدى يزيـد عن احتياطى الطوارئ ويستلزم الأمر بالتالى تحويل هذه الزيادة الى أوراق مالية حيث يمكن للشركة فـى مثل هذه الحالة الأخيره ان تحقق عائدا معينا على الأستثمارات فى الأوراق الماليه بدلا من ترك هذا الجزء من النقديه الذى يزيد على رصيد النقديـه الواجب الأحتفاظ بـه فـى الظروف العاديه فى شكل عاطل . وهذا يعنى أن الجزء من النقديـه الواجب تحويلـه إلى أوراق ماليه يساوى (أ ـ ب) .

وعلى العكس من ذلك فإن الرصيد النقدى قد ينخفض فـى وقت معين ليصل الى مستوى أقل من النقطه " ب" أى أقل من المستوى المتفق عليه لمقابله حالات الطوارئ وهنا يستلزم الإمر تصفيه جزء من الأوراق الماليه وتحويلـها إلـى نقديـه سائله إلى الحد الذى يرفع الرصيد النقـدى إلـى النقطـه "ب" ،وهذا يعنـى أن حجم

الأوراق الماليه الواجب تحويلها إلى نقديه تساوى الفرق بين أى نقطه أقل من النقطه " ب" وبين النقطه " ب" ،فإذا وصلت النقديه إلى نقطه الصفر أو النقطه "حـ" فى الشكل السابق فإن حجم الأوراق الماليه الواجب تحويلها إلى نقديه يساوى (ب ـ حـ)

تحديد حجم الرصيد النقدى :

ولتحديد حجم الرصيد النقدى فإن Miller and Orr

قد حدداه على أساس أن ٣ أ = ب

اى ان الأموال المستثمره فى الأوراق الماليه تساوى ٣ اضعاف حجم الرصيد النقدى المطلوب الأحتفاظ به طوال الفتره لمقابلة الطوارئ . حيث كانت وجهه نظرهم أن تحديد الرصيد النقدى بهذاالشكل يكفل Earning Maximization على محفظه الأوراق الماليه Partfolio.

والأنتقاد الرئيسى الذى يمكن ان يوجه للنموذج لسابق يتمثل فى أنه يفترض مبدأ العشوائيه Randomization بالنسبه للتدفقات النقديه الداخله والخارجه من الشركه، بينما نجد أن هناك العديد من الشركات التى لا يتوافر لديها الأساس الذى يمكن فى ضوئه تقدير حجم التدفقات النقديه الداخله والخارجه على الأقل فى الاجل القصير . ويضاف لذلك أن النموذج ينطبق عليه الكثير من عيوب نموذج Baumol السابق الإشاره إليه .

العوامل المؤثره على معدلات التدفق النقدى :

المقصود بمعدلات التدفق النقدى هو تقدير حجم التدفق الخارج أو الداخل إلى الشركة خلال فتره معينه ولتكن شهريه أو ربع سنويه أو خلافه . والتدفق النقدى الداخل إلى المشروع يتأثر أساسا بالمبيعات ومتحصلات أوراق القبض بينما أن التدفق النقدى الخارج من المشروع يتأثر أساسا والأجور وغيرها بالمشتريات . ويجب أن نوضح ان الهدف من وراء إعداد بيان التدفق النقدى هوتقدير معدلات التدفق النقدى الداخل والخارج فى المستقبل، وكليهما يعتمد ان على إعداد تقدير سليم بحجم المبيعات المتوقعه والنسبه التى يتم على أساس نقدى وتلك التى يتم بالأجل، وبالنسبه للمبيعات الآجله يستلزم الإمر تحديد وقت تحصيل قيمتها .

ولكى تكتمل الصوره فيما يتعلق [illegible] النقديه للشركه وتحديد [illegible]موعة العوامل المؤثره فيها فإن الأمر [illegible] نتطرق لعمليه تقدير المبيعات على [illegible]ساس أنها نقطه البدايه بالنسبه لتحد[illegible] المتحصلات النقديه أو التدفق النقدى الداخل للشركه .

فبيان التدفق النقدى يبدأ أولا بالمبيعات التقديريه ، ثم يلى ذلك تحديد المتحصلات Receipts عن هذه المبيعات . وهذا يجرنا إلى تحديد الطرق المختلفه التى يمكن استخدامها فى تقدير المبيعات كالآتى :

تقدير المبيعات:

هناك أكثر من طريقه لتقدير المبيعات يمكن التطرق إليها باختصار فى الآتـــــى :

١- التقديرات بواسطة رجال البيع :

طبقا لهـذه الطـريقه يقـوم كل رجل بيع بـإعداد تقدير مبدئـى للمبيعـات المتوقعـه بالنسبه للمنطـقه المسئول عنـها ، حيـث تسـلم هـذه التقديـرات لرؤسـاء مناطـق التـوزيـع الذين يقومـون بدورهم بمراجعـه، هـذه التقديـرات والأبقـاء عليـها أو تغيير هـا بالزيـاده إذا كـانت هنـاك مـن الشـواهد الإقتصاديـه والسكانيه ما يؤكـد عـدم ملاءمـة التقـديـرات أو أن تكـون الخبـره السـابقه قد أوضحت اتجاه الشـخص القـائم بعملية التقدير إلـى اتخـاذ نظره تشاؤميه وإعداد تقديرات أقل من اللازم بالنسـبه للمبيعـات، وعلـى العكس من ذلك فقد يقـوم رؤساء المناطق بتغيير تقديرات رجال البيع بالتخفيض فـى حجـم هـذه التقديـرات وذلك إذا كانت هنـاك بعض المؤشـرات التـى تسـتدعى ذلك أو كـان من عـاده الشخص القائم بإعداد هـذه التقديـرات أن يضع أرقاما مغالى فيها . وتقـدم جميع هـذه التقـديرات إلى مدير التسويق الذى قد يبقى عليها كما هى أو يقوم هو بـدوره بتعديلـها فـى ضوء مجموعـه العوامل الداخليه والخارجيـه المؤثـره علـى خطـة المبيعات فى المسـتقبل .

٢- التقدير بأستخدام الأتجاه العام [1]

في حالات معينه قد يكون الطلب على منتجات الشركة منتظم لدرجة ان معدل التغير في الطلب قد يأخذ اتجاها تصاعديا بدرجه أو بأخرى بحيث يمكن التنبؤ باستخدام ما يسمى بمعادلات الإتجاه العام أو باستخدام الرسم البياني .

مثـــال :

بالرجوع إلى البيانات الخاصه بحجم المبيعات خلال الشهور الأثنا عشر الماضيه وجد انها تتمثل في الآتـــي .

الشهـــر	المبيعـــات بالآلاف
ينايـــر	١٢
فبرايـــر	١٥
مـــارس	١٤
ابريـــل	١٦
مايـــو	١٩
يونيـــو	١٨
يوليـــو	٢٠
أغسـطس	١٩
سـبتمبر	٢١
أكتـوبر	٢٥
نوفمـبر	٢٧
ديسـمبر	٢٦

والمطلوب استخدام البيانات السابقه في تقدير حجم المبيعات عن الأثنى عشر شهرا القادمه من عام ٢٠٠١ هذا مع العلم أن مدير المبيعات قد اوضح أن معدلات التغير في أرقام المبيعات ما بين عام ١٩٩٩ والإعوام السابقه كانت في الأتجاه المطلوب دون أن يطرأ عليها ارتفاع أو انخفاض غير عادى، وأنه منذ شهر يناير ٢٠٠٠ فإن معدل الطلب على السلعه آخذ في الأرتفاع بمعدل يكاد يكون منتظم .

---

[1] لمعرفه الأشتراطات الواجب توافرها عند استخدام الأتجاه العام للتنبؤ بالظاهرة موضع البحث يمكن الرجوع إلى د . عبد المنعم ناصر الشافعي ، المرجع السابق، الجزء الثاني ، صـــ١ – ٢٣ .

الحـــل

نقطه البدايه في حل لمسأله السابقة تتمثل في إعداد الجدول التالى :

س	ص	$س^2$	س ص
١	١٢	١	١٢
٢	١٥	٤	٣٠
٣	١٤	٩	٤٢
٤	١٦	١٦	٦٤
٥	١٩	٢٥	٩٥
٦	١٨	٣٦	١٠٨
٧	٢٠	٤٩	١٤٠
٨	١٩	٦٤	١٥٢
٩	٢١	٨١	١٨٩
١٠	٢٥	١٠٠	٢٥٠
١١	٢٧	١٢١	٢٩٧
١٢	٢٦	١٤٤	٣١٢
مج س ٧٨	مج ص ٢٣٢	مج $س^2$ ٦٥٠	مج س ص ١٦٩١

وبعد تكوين هذا الجدول يمكن تقدير المبيعات الخاصه بكل شهر من الشهور القادمه وذلك باتباع المعدلات التاليه :

(١) ص = أ + ب س حيث ترمز "ص" للمبيعات المطلوب تقديرها،س تمثل الشهر المطلوب تقدير المبيعات،"أ"،"ب" ثوابت باستخدام المعادلتين التاليتين:

(٢) مجـ ص = ن أ + ب مج س حيث تمثل "ن" عدد الشهور أو السنوات التى تتـوافـر أرقام المبيعات عنها وهى ١٢ شهر فى هذا المثـــال.

(٣) مجـ س ص = أ مجـ س + ب مجـ $س^2$

وبالتعويض في المعادله الثانية والثالثه نجد الآتــى :

٢٣٢ = ١٢ أ + ٧٨ ب

١٦٩١ = ٧٨ أ + ٦٥٠ ب

وبضرب طرفي المعادله الأولى في ٦,٥ نجد الآتـــى :

٢٣٢ × ٦,٥ = ١٢ أ × ٦,٥ + ٧٨ ب × ٦,٥

١٥٠٨ = ٧٨ أ + ٥٠٧ ب

١٦٩١ = ٧٨ أ + ٦٥٠ ب وبطرح المعادله الثانيه من المعادله

١٥٠٨ = ٧٨ أ + ٥٠٧ ب الثالثه نحصل على النتائج التاليــه

١٨٣ = ١٤٣ ب

∴ ب = ١٨٣ / ١٤٣ = ١,٣

وبالتعويض عن قيمة ب في المعادله الثانيه للحصول على قيمة "أ" نجد الآتـــــى :

٢٣٢ = ١٢ أ + ٧٨ × ١,٣

٢٣٢ = ١٢ أ + ١٠١,٤

٢٣٢ - ١٠١,٤ = ١٢ أ

١٣٠,٦ = ١٢ أ

∴ أ = ١٣٠,٦ / ١٢ = ١٠,٧

∴ مبيعات يناير ٢٠٠١ بالرجوع إلى المعادله الأولـــى =

١٠,٧ + ١,٣ × ١٣ [1] =

١٠,٧ + ١٦,٩ = ٢٧,٦ جنيها

[1] لاتنسى أن شهر يناير من العام اللاحق لعام ٢٠٠٠ هو الثالث عشر في الترتيب أي (١٢ + ١)

مبيعات فبراير ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٣ × ١٤ = ٢٨,٩ جنيها
مبيعات مارس ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٣ × ١٥ = ٣٠,٢
مبيعات ابريل ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٣ × ١٦ = ٣١,٥
مبيعات مايو ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٣ × ١٧ = ٣٢,٨
مبيعات يونو ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٣ × ١٨ = ٣٤,١
مبيعات يوليو ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٣ × ١٩ = ٣٥,٤
مبيعات أغسطس ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٣ × ٢٠ = ٣٦,٧
مبيعات سبتمبر ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٣ × ٢١ = ٣٨
مبيعات أكتوبر ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٣ × ٢٢ = ٣٩,٣
مبيعات نوفمبر ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٣ × ٢٣ = ٤٠,٦
مبيعات ديسمبر ٢٠٠١ = ١٠,٧ + ١,٤ × ٢٤ = ٤١,٩

وقبل الأنتقال إلى دراسة كيفية إستخدام أرقام المبيعات التقديرية فى إعداد بيان التدفق النقدى فإن الأمر يستدعى الأخذ فى الأعتبار أن هناك طرق أخرى لتقدير المبيعات ولكننا نكتفى بهاتين الطريقتين تاركين للقارئ حرية الرجوع إلى بعض المراجع المتخصصه فى هذا المجال .

تقدير المتحصلات النقديه: Cash receipt

بعد الأنتهاء من تقدير المبيعات يستلزم الإمر تحويل هذه التقديرات إلى متحصلات نقديه بمعدلات معينه تتم يوميا أو أسبوعيا أو شهريا أو كل ثلاثه شهور. ولتقدير المتحصلات النقديه عن المبيعات يستلزم الأمر تحديد نسبه المبيعات الأجله إلى المبيعات النقديه حيث أن التطابق بين أرقام المبيعات وأرقام المتحصلات النقديه عن المبيعات يتم فقط فى حالة ما اذا كانت مبيعات الشركة تتم على أساس نقدى بينما ينعدم هذا التطابق فى حالة استخدام طريقة البيع بالأجل . ولتحديد نسبة المبيعات النقدية إلى المبيعات الأجله خلال فترة زمنية معينه يستلزم الأمر الرجوع إلى خبرة الشركه السابقه وذلك بغرض تحديد شروط تحصيل قيمة المبيعات ونسبة المبيعات الأجله التى تحصل فى موعدها وتلك التى تتأخر عن الموعد بسبب الظروف الماليه للعملاء أو لعدم كفاءة جهاز التحصيل أو لغير ذلك من الأسباب .
والمثال التالى من الممكن أن يوضح كيفيه تحويل المبيعات إلى متحصلات نقديه .

مثـــــال

تقوم شركة الأسكندريه للأسماك ببيع منتجاتها من الأسماك المحفوظه لتجار الجمله حيث جرت العاده على أن يمنح كل منهم مهله لتسديد قيمه مشترياته خلال ٣٠ يوم من تاريخ تحرير فاتورة الشـــراء . وتدل خبره الشركه أيضا على أن ١٠ % من مبيعات كل شهر تحصل نقدا فى الحال بينما تصل المبيعات الآجلـه إلى ٩٠ % وبالنسبه للمبيعات الآجلـه فإن خبرة الشركة أوضحت أن ٩٠ % منـها تحصل فى خلال شهر من تاريخ البيع والباقى وهى ١٠ % تحصل خلال شهرين .

ولقد قدرت المبيعات عن الفتره القادمه كالآتـى :

نوفمبر	ديسمبر	يناير	فبراير	مارس	ابريل	مايو	يونيو
جـ	جـ	جـ	جـ	جـ	جـ	جـ	جـ
٣٠٠	٣٥٠	٢٥٠	٢٠٠	٢٥٠	٣٠٠	٣٥٠	٣٨٠

والمطلوب تقدير حجم المتحصلات النقديه عن السته شهور الأخيره من ينـاير حتى يونيو .

الحـــل

يستلزم الأمـر الرجـوع إلـى شروط البيـع والتحصيل الخاصـه بالشركه ثـم تحويل المبيعات إلى جزء نقدى يحصل عن نفس الشهر، وجزء آجل يحصـل الشـهر التالى عباره عن ٩٠ % من المبيعات الآجلـه و ١٠ % تحصل بعد شـهرين من تاريخ البيع كما يوضحه الجدول التالـــى :

جـدول المتحصـلات النقديــة
لشركة الأسكندرية للأسماك

بيـــــــان	نوفمبر	ديسمبر	يناير	فبراير	مارس	ابريل	مايو	يونيو
المبيعات	٣٠٠	٣٥٠	٢٥٠	٢٠٠	٢٥٠	٣٠٠	٣٥٠	٣٨٠
المبيعات الأجله	٢٧٠	٣١٥	٢٢٥	١٨٠	٢٢٥	٢٧٠	٣٢٥	٣٤٢
متحصلات عن الشهر السابق	—	٢٤٣	٢٨٣،٥	٢٠٢,٥	١٦٢	٢٠٢,٥	٢٤٣	٢٨٣،٥
متحصـلات عـن الشـهرين السابقين	—	—	٢٧	٣١,٥	٢٢،٥	١٨	٢٢,٥	٢٧
إجمـالى المتحصـلات عـن المبيعات غير النقديه			٣١٠,٥	٢٣٤	١٨٤,٥	٢٢٠,٥	٢٦٥,٥	٣١٠،٥
المبيعات النقديه			٢٥	٢٠	٢٥	٣٠	٣٥	٣٨
إجمالى المتحصلات			٣٣٥,٥	١٥٤	٢٠٩,٥	٢٥٠,٥	٣٠٠,٥	٢٤٨،٥

تقدير المدفوعات النقديه : Cash Payments

عند تقدير المدفوعات النقديه يستلزم الإمـر التفرقـه بين مجموعتين رئيسـتين من المدفوعات أولهما تتمثل فى تلك المدفوعات التى ترتبط بحجم المبيعات بطريقـه مباشره . وثانيهما تتمثل فى تلك المدفوعات التـى تدفعها الشركة بصفـة منتظمـه بصرف النظر عن حجم المبيعات . ويدخل ضمن المجموعه الأولى المدفوعـات عن مشتريات الخامات والمهمات اللازمه لتحقيق رقم المبيعات المتوقع، وكذلك الأجـور المباشره للعاملين وغيرها من عناصر التكـاليف المتغيره بينما يدخل تحت النـوع الثانى المصروفات الاداريه والايجـارات والكـهرباء وغيرهـا مـن عنـاصر التكـاليف الثابته التى تتحملها الشركة بصرف النظر عن حجم المبيعات وحجم الإنتاج بالتـالى وتقدير هذا النوع الأخير من التكاليف أسـهل نسبيا عنـه بالنسبه لتقدير التكـاليف المتغيره والتى يعتبر أهـــم عنصر فيـها هـو تكلفـة المشـتريات والتـى يمكـن تـوضيح طريقه تقدير المدفوعات النقدية الخاصه بها كما يلـــى :

أسلوب تقدير المدفوعات :

من المفروض أن كل وحده منتجه تحتاج إلى حجم معين من الخامات والمواد النصف مصنعه لكى يتم تصنيعها ، فإذا تم حصر أنواع الخامات المطلوبه لإنتاج الوحده الواحده من المنتج النهائى وعدد الوحدات المطلوب إنتاجها لامكن بالتالى تقدير حجم المشتريات المطلوبه لتحقيق رقم المبيعات المتوقع ويضرب هذا الرقم الأخير فى سعر الشراء يمكن إعداد الميزانيه التقديريه للمشتريات. ولكن كما هو الحال بالنسبه للمتحصلات النقديه هناك جزء من المشتريات يدفع نقدا والباقى يشترى بالأجل . وهذا يعنى أنه عند إعداد بيان التدفق النقدى يستلزم الإمر معرفه شروط دفع قيمه المشتريات واخذ ذلك فى الأعتبار عند تحديد حجم التدفقات النقديه الخاصه بكل شهر .

مثـــال

والمثال التالى يمكن أن يوضح ذلك . كانت المشتريات المقدره لأحدى الشركات عن الشهور من ديسمبر حتى يونيو تتمثل فى الآتــى :

ديسمبر	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
جـ	جـ	جـ	جـ	جـ	جـ	جـ
١٠٠	٨٠	١٠٠	١٢٠	١٤٠	١٥٠	١٥٠

وكانت شروط الدفع تتمثل فى الدفع فى نهايه ٣٠ يوم من تاريخ الشراء أى فى الشهر التالى لعمليه الشراء .

وفى ضوء ذلك فإن المدفوعات عن المشتريات ستأخذ الشكل التالى :

يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
١٠٠	٨٠	١٠٠	١٢٠	١٤٠	١٥٠

وكان رصيد النقديه آخر ديسمبر الذى هو أول يناير ١٠٠ ج لنفرض أن المدفوعات الأخرى والتى يجب على هذه الشركة أن تدفعها نقدا هى :

جدول إجمالي المدفوعات

نوع المدفوعات / الشهر	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
الأجور	١٠٠	٨٠	١٠٠	١٢٠	١٤٠	١٥٠
المدفوعات الأخرى	٥٠	٥٠	٥٠	٥٠	٥٠	٥٠
المشتريات	١٠٠	٨٠	١٠٠	١٢٠	١٤٠	١٥٠
إجمالي	٢٣٠	٢١٠	٢٤٠	٢٦٠	٢٨٥	٣٠٠
مدفوعات عن شراء آلات		١٥٠	٥٠			
توزيعات أرباح			٢٠			٢٠
مدفوعات عن الضرائب	٣٠			٣٠		
إجمالي المدفوعات	٢٦٠	٣٦٠	٣١٠	٢٩٠	٢٨٥	٣٢٠

بيان التدفق النقدى " بالآلاف "

	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
إجمالي المتحصلات[1]	٣٣٥,٥ [2]	٢٩٤	٢٠٩,٥	٢٥٠,٥	٣٠٠,٥	٣٤٨,٥
إجمالي المدفوعات	٢٦٠	٣٦٠	٣١٠	٢٩٠	٢٨٥	٣٢٠
فائض	٧٥,٥				١٥,٥	
عجز		(٦٦)	(١٠٠,٥)	(٣٩,٥)		٢٨,٥
الرصيد النقدى أول المده	١٠٠	١٧٥,٥	١٠٩,٥	٩	(٣٠,٥)	(١٥)
رصيد آخر المده	١٧٥,٥	١٠٩,٥	٩	(٣٠,٥)	(١٥)	١٣,٥

[1] راجع جدول المتحصلات السابق إعداده

[2] مكونة من ٢٥٤,٠٠٠ متحصلات عن ٤٠٠,٠٠٠ ناتجه عن التخلص من الأصول بالبيع .

ويتضح من بيان التدفق النقدى أن هذه الشركة سوف يكون لديها عجز نقدى فى شهرى أبريل وما يو حيث تمثل هذا العجز فى (٣٠,٥ الف جنيه) بالنسبه لشهر أبريل ، ١٥ الف جنيه بالنسبه لشهر ما يو . وهذا العجز ناتج من إنخفاض المتحصلات عن المبيعات خلال شهر مارس مما أثر على رصيد أبريل ومايو من النقديه . هذا العجز ناتج أيضا من قيام الشركة بشراء بعض الأصول الرأسماليه بـ قيمته ١٥٠,٠٠٠ فى شهر فبراير ، ٥٠,٠٠٠ج فى شهر مارس ، وتوزيع ٢٠,٠٠٠ ج فى شكل أرباح على المساهمين فى مارس أيضا . وبزياده معدلات التدفق النقدى الداخل فى شهرى مايو ويونيو امكن تغطيه العجز النقدى الذى تحقق فى شهرى أبريل ومايو وترك فائض نقدى قدره ١٣,٥٠٠ ج . ويتضح من بيان التدفق النقدى أن العجز فى التدفق النقدى وصل قمته فى شهرى أبريل يليه شهر مايو .

تأثير الأحتفاظ بحد أدنى من النقدية :

ومن الواضح إن تحليلنا السابق تجاهل ضرورة إحتفاظ الشركة بمبلغ معين فى شكل حد أدنى لايجب أن يقل الرصيد النقدى عنه.

فإذا فرضنا أن هذه الشركه وجدت أن الحد الادنى من النقدية الواجب الاحتفاظ به هو ٧٥,٠٠٠ج وهو ما يعنى انه اذا انخفض الرصيد النقدى عن هذا الحد فى أى شهر يستلزم الأمر أن تقوم الشركة بتحويل جزء من الأوراق المالية إلى نقدية سائله فإذا لم يكن لديها أوراق ماليه يصبح من الضرورى أن تقترض من البنوك بما يكفل المحافظه على الرصيد النقدى فى حدود الحد الأدنى باستمرار . وفى هذه الحالـه الأخيره فإن حجم القرض فى كل شهر سوف يتمثل فى الآتـــــى :

حجم القرض (بالألف جنيه)

	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
رصيد آخر المدده حد ادنى من النقديه	١٧٥,٥ ٧٥	١٠٩,٥ ٧٥	٩ ٧٥	(٣٠,٥) ٧٥	(١٥) ٧٥	١٤,٥ ٧٥
قيمه القرض الفائض	لايوجد ١٠٥,٥	لايوجد ٣٤,٥	(٦١)	(١٠٥,٥)	(٩٠)	(٦١,٥)

ويتضح بذلك أن الشركة يتحقق لديها فائض نقدى يزيد عن الحد الأدنى وذلك خلال شهرى يناير وفبراير حيث وصل إلى ١٠٥,٥٠٠ ج فى نهايه الشهر الأول ، ٣٤,٥٠٠ ج فى نهاية الثانى وفى ضوء ماسبق شرحه بالنسبة لتحويل الفائض النقدى إلى أوراق ماليه وذلك حتى يتسنى تحقيق بعض الإرباح يتضح أن الشركة تستطيع أن تحول مبلغ ١٠٥,٥٠٠ ج خلال شهر يناير ويضاف إليهم مبلغ ٣٤,٥٠٠ ج خلال شهر فبراير .

أما بالنسبه لحجم الاقتراض من البنوك (بافتراض أن الشركه غير راغبه فى تحويل الأوراق الماليه إلى نقديه سائله) فإن حجم هذا الاقتراض سيصل إلى ٦١,٠٠٠ ج فى شهر مارس ثم يرتفع إلى ١٠٥,٥٠٠ ج فى شهر أبريل حيث يأخذ اتجاها نزوليا فى شهر مايو وابريل ويكون امام الشركة لكى تخفض حجم العجز النقدى خلال شهور مارس وابريل ومايو ويونيو إذا هى اجلت شراء التجهيزات الرأسماليه إلى ان يتحسن مركز السيوله النقديه بها .

ويتضح بذلك أن الفائده الأساسيه لبيان التدفق النقدى هى أنه يحدد الوقت المناسب للحصول على الأموال لتغطيه العجز النقدى أو الاستثمار الفائض النقدى وذلك فى حاله وجود فائض . وبالطبع فإن كل هذا يتوقف على دقه إعداد التقديرات عن المتحصلات والمدفوعات النقديه .

تقديرات التدفقات النقديه تحت ظروف مختلفه :

نظرا لأن بيان التدفق النقدى يعتمد على بعض الأفتراضات الخاصه بالمستقبل فيما يتعلق بحجم المتحصلات والمدفوعات النقديه لذلك فقد تتغير هذه الأفتراضات ويصبح من الضرورى تعديل بيان التدفق النقدى لكى يتفق مع الأفتراضات الجديده . وحتى تكون إدارة الشركه مستعده لمواجهة الظروف الغير متوقعه نجد أن بعض الشركات تعد ثلاثه خطط للتدفق النقدى فى المستقبل احدها بافتراض ان حجم النشاط الأقتصادى العام وبالتالى حجم العمليات بالشركة سوف يصل إلى مستوى غير عادى والثانى يعد على أساس أن حجم النشاط سيصل إلى أدنى مستوى فى المستقبل والثالث لمواجهة الظروف العاديه للشركة .

وتحت هذه الفتراضات الثلاث تستطيع الإدارة أن تأخذ ببيان التدفق النقدى الذى يتفق مع الظروف السائده وبهذا الشكل تكون إدارة الشركة قادرة على مواجهة الظروف المختلفه . وهنا يمكن استخدام الحاسب الآلى فى حساب حجم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وذلك فى ظل مجموعة من الأفتراضات المختلفه عن الظروف الأقتصادية العامه وغيرها من المؤثرات وأثرها على نشاط الشركة فى المستقبل فإذا تم ربط ذلك بدرجة إحتمال توافر ظرف إقتصادى معين فى المستقبل وذلك بإستخدام نظريه الأحتمالات فأنه يمكن أخذ الأستعدادات اللازمه لمواجهة كافة الظروف الماليه فى المستقبل .

يمكن أن يتطرق التحليل أيضا إلى دراسة الأسلوب المناسب لمواجهة الظروف الغير متوقعة ومجالات التعديل فى الخطة المالية وذلك فى ضوء اختلاف الظروف السائدة فى الوقت الحالى عما كان متوقعا . على سبيل المثال فإن انخفاض المبيعات الفعلية عما هو متوقع يستدعى على الفور تحليل درجه المرونه بالنسبه لكل عنصر من عناصر التكاليف وتحديد ايها يمكن إجراء تخفيض معين عليه وبأى نسبه ، وماهى الفترة الزمنيه التى يمكن اجراء هذا التخفيض خلالها، وهل يمكن

زيادة مجهودات تحصيل المبيعات الأجله لكي تزيد بالتالي من معدلات التدفق النقدى الداخل (معدل التدفق يعبر عن حجم النقديه الداخله مضروبه في الفترة الزمنيه التي يتم فيها هذا التدفق) وفي حالة زيادة حجم الأعمال عما هو متوقع فإن هذا يستدعي التطرق إلى دراسه العوامل الواجب توافرها لمقابلة هذه الزياده في حجم الأعمال . وهذا يعني دراسه حجم الزياده في المشتريات اللازمه لواجهه الزياده في حجم الأعمال وتحديد حجم القوى العامله المطلوبه، ومعرفه ما إذا كان من الممكن توفيرها أم لا، وتحديد ما إذا كان حجم التجهيزات الآليه الموجوده حاليا يسمح بمقابلة هذه الزيادة أم أن الأمر يحتاج الحصول على بعض التجهيزات الآليه الأضافيه وما هو حجم التمويل الأضافي اللازم لذلك.

والأجابة على الأسئله السابقه تعطي الشركه المرونه الكافيه لمواجهة كافة الظروف في المستقبل، وتساعد أيضا في معرفة تكلفة البدائل المختلفة لمواجهة كل موقف اقتصادى على حده، وتخفض من تكلفة الحصول على التمويل الأضافي حيث لاتكون الشركه مضطره تحت ضغط الظروف أن تحصل على احتياجاتها النقديه من المصادر ذات التكلفه العاليه .

التحليل المالى

نبدأ فى الفصول القادمة دراسة عملية الرقابة والتحليل المالى ، حيث نتعرف ، على مفهوم وأهمية التحليل المالى وأنواع المؤشرات المالية ، ثم نتناول فى الفصول التالية له عملية التحليل المالى لكل من : السيولة الربحية ، كفاءة استخدام الأموال ، هيكل التمويل .

* لذلك نقسم هذا الجزء الى الفصول التالية :ـ

: التحليل المالى وأهميته .

: تحليل السيولة .

: تحليل الربحية .

تحليل مصادر الأموال واستخداماتها .

.. والله الموفق .

الفصل الرابع

التحليل المالى وأهميته

يعتبر التحليل المالى أحد الأدوات المستخدمة فى تحديد أوجه القوة ، ومصادر الضعف للمنظمة داخل الصناعة التى تعمل فيها ، وتفيد عملية التحليل المالى فى التعرف على درجة السيولة فى المنظمة ، ومستوى ربحيتها ومدى كفاءة استخدام الأموال داخلها .

ويعتمد التحليل المالى بالدرجة الأولى على أدوات معينة ، هى ماتسمى بالنسب المالية أو المؤشرات المالية أو المعدلات المالية .

فالنسب المالية أو المؤشرات المالية أو المعدلات المالية هى مسميات لشئ واحد هو عبارة عن العلاقة بين أحد البنود فى قائمة المركز المالى للمنظمة وبند آخر أو العلاقة بين أحد البنود فى قائمة المركز المالى وأحد البنود فى حساب الأرباح والخسائر ، أو العلاقة بين أحد البنود فى قائمة الدخل للمنظمة وبند آخر .

هذه العلاقات تبين نواحى القوة والضعف فى المركز المالى للمنظمة ، وتبين درجة السيولة فى المنظمة ومستوى

الربحية ، ومدى كفاءتها على حسن استثمار أموالها .

ومن الجدير بالذكر أن هذه النسب والمؤشرات المالية تلقى اهتماما كبيرا من جانب كل من :-

١ - الجهات المقرضة للمنظمة .

٢ - المستثمرون في المنظمة .

٣ - ادارة المنظمة .

١ - فالجهات المقرضة للمنظمة تهتم بالمؤشرات المالية التي تبين درجة السيولة ومستوى ربحية المنظمة ،حيث يهتم أصحاب الديون قصيرة الأجل بمدى قدرة المنظمة على سداد القرض وذلك بالاستعانة بتحليل درجة السيولة .

بينما يهتم أصحاب الديون طويلة الأجل بقدرة المنظمة على خدمة الدين فترة طويلة وقدرتها على تحقيق تدفقات نقدية لتسديد الفوائد والأقساط في الأجل الطويل ، لذلك يركزون على تحليل الربحية وعلى تدفقات الأرباح في المستقبل .

وبناءا عليه يمكننا القول أن المؤشرات المالية تساعد المقرضين في تقرير ما اذا كان من الافضل لهم اقراض المنظمة أم لا .

٢ ـ أما المستثمرون فى المنظمة فيتركز كل اهتمامهم على مستويات الأرباح المتوقعة ، ومدى استقرارها فى المستقبل ، لذلك يكون اهتمامهم بنسب الربحية فى المنظمة ، وبناءا على ذلك يقررون ما اذا كان من الأفضل لهم شراء أو بيع أسهم المنظمة .

٣ ـ كذلك تهتم ادارة المنظمة بالنسب والمؤشرات المالية ، نظرا لان هذه المؤشرات تعد من أهم الأدوات التى تعتمد عليها عملية اتخاذ القرارات المالية فى المنظمة .

وتتطلب عملية التحليل المالى عدة أمور من أهمها :ـ

أولا : حساب النسب المالية بالطريقة التى سنوضحها فيما بعد ..

ثانيا : تفسير مدلولها ، وذلك بتحديد معنى ومفهوم هذا المؤشر بالنسبه للمنظمة ، وماهو موقف المنظمة منه ، وهل هو فى صالح المنظمة أم لا ..

*** أى أنه يتم الاجابة على السؤالين التاليين :ـ**

ـ هل هذه النسبه مرتفعة أم منخفضة أم فى المستوى الطبيعى ؟..

ـ هل هذه النسبة فى صالح المنظمة أم لا .. ؟..

وللاجابة على هذين السؤالين يتم عمل مقارنة بين النسب التى حققتها المنظمة ، وذات النسبة فى المنظمات المنافسة والمتماثلة فى النشاط ، أو المقارنة بين نسب المنظمة والنسب السائدة فى الصناعة ، فاذا تبين وجود انحراف كبير فى مؤشرات المنظمة عن المؤشرات الخاصة بالمنظمات المنافسة أو السائدة فى الصناعة دل ذلك على وجود مشكلة واستلزم الأمر القيام بتحليل مالى أعمق للتعرف على أسباب المشكلة والسعى لعلاجها .

وقد يتم مقارنة المؤشرات المالية للمنظمة فى سنة معينة مع ما حققته فى سنوات أخرى للوقوف على تطور الأوضاع المالية بها .

لكن يرى البعض أن الاعتماد على مقارنة المؤشرات المالية للمنظمة فى سنوات مختلفة يعتبر مؤشرا مضللا ، فأحيانا تظهر هذه المؤشرات ، ان هناك تطورا وتقدما فى المنظمة ولكنه رغم عن ذلك قد يكتشف أن المنظمات الأخرى تتطور وتتقدم بمعدلات أسرع .

فعلى سبيل المثال اذا تبين من التحليل المالى .. أن معدل العائد على الاستثمار الذى حققته المنظمة فى عام ١٩٩٢م. هو : ٨ ٪ ، ثم زاد هذا المعدل ليصل

الى ١٢ ٪ عام : ١٩٩٣م ، فهذا لايكون مؤشرا كافيا لتقدم المنظمة اذا تبين أن معدل العائد على الاستثمار فى المنظمات المماثلة : ١٨ ٪ .

أى أن الاعتماد على المؤشرات الذاتية للمنظمة ربما يكون مضللا .

أنواع المؤشرات المالية :-

للمؤشرات المالية تقسيمات عديدة ، فيمكن تقسيمها الى مجموعتين :-

الأولى : المؤشرات المستخدمة للتحليل المالى قصير الأجل ، مثل تحليل السيولة ، وتحليل كفاءة راس المال العامل .

الثانية : المؤشرات المستخدمة للتحليل المالى طويل الأجل مثل تحليل الربحية وتحليل هيكل التمويل .

* كذلك يمكن تقسيم المؤشرات المالية طبقا لأغراض استخدامها الى :-

- نسب تحليل السيولة .
- نسب تحليل الربحية .

- نسب تحليل كفاءة استخدام الأموال .
- نسب تحليل هيكل التمويل .

* وسيتم تناول هذه النسب تفصيلا فى الفصول التالية ، الا أننا سنشير اليها حالا :-

أولا : المؤشرات المالية الدالة على درجة السيولة فى المنظمات:

تقاس السيولة فى المنظمة بمقدرتها على سداد التزاماتها قصيرة الأجل فى ميعاد استحقاقها ، وتشير السيولة الى درجة توافر اليسر المالى للمنظمة ويتم قياسها من خلال مجموعة من المؤشرات المالية ، من أهمها :-

١ - نسبه التداول = مجموع الاصول المتداولة / مجموع الخصوم المتداولة

٢ - نسبة السداد السريع = مجموع الاصول المتداولة -البضاعة / مجموع الخصوم المتداولة

٣ - نسبة النقدية = النقدية / مجموع الخصوم المتداولة

ثانيا : المؤشرات الدالة على ربحية المنظمة :

وهى المؤشرات التى تقاس بها قدرة المنظمة على تحقيق الأرباح ، ويمكن تقسيم هذه المؤشرات الى قسمين هما :-

أ - قياس ربحية المبيعات :-

١ - اجمالى الربح الى صافى المبيعات = $\frac{\text{اجمالى الربح}}{\text{صافى المبيعات}}$

٢ - صافى الربح الى صافى المبيعات = $\frac{\text{صافى الربح}}{\text{صافى المبيعات}}$

٣ - اجمالى المصروفات الى صافى المبيعات = $\frac{\text{اجمالى المصروفات}}{\text{صافى المبيعات}}$

٤ - بند من المصروفات الى صافى المبيعات = $\frac{\text{أى بند من المصروفات}}{\text{صافى المبيعات}}$

ب - قياس ربحية رأس المال :-

١ - معدل العائد رأس المال المملوك = $\frac{\text{صافى الربح}}{\text{رأس المال المملوك}}$

٢ ـ معدل العائد على رأس المال العامل = $\frac{\text{صافى الربح}}{\text{رأس المال العامل}}$

٣ ـ معدل العائد على رأس المال الثابت = $\frac{\text{صافى الربح}}{\text{رأس المال الثابت}}$

٤ ـ معدل العائد على اجمالى راس المال المستثمر = $\frac{\text{صافى الربح}}{\text{اجمالى رأس المال المستثمر}}$

ثالثا : المؤشرات الدالة على كفاءة استخدام رأس المال في المنظمة :ـ

* ويقصد بها المؤشرات المالية التي تقاس بها قدرة المنظمة على حسن استثمار أموالها في مختلف الاصول ، وتشمل المؤشرات التالية :ـ

- معدل دورات المخزون •
- معدل دوران الاصول الثابتة •
- معدل دوران اجمالي الاصول •
- معدل دوران حسابات القبض •
- متوسط فترة التحصيل •

١ ـ معدل دوران المخزون = $\frac{\text{المبيعات}}{\text{المخزون السلعي}}$

وتوضيح هذه النسبة ما اذا كان المخزون السلعي لدى المنظمة منخفض أو مرتفع ، وما اذا كانت المنظمة تبيع مخزونها بمعدل أقل من المعدل السائد في الصناعة •

٢ ـ معدل دوران الاصول الثابتة = $\frac{\text{المبيعات}}{\text{الاصول الثابتة}}$

وتبين هذه النسبة انتاجية المبيعات ومدى استخدام الاصول الثابتة فى المنظمة .

٣ ـ معدل دوران اجمالى الاصول = المبيعات / اجمالى الأصول

* وتوضح العلاقة بين المبيعات واجمالى الاصول المستثمرة فى المنظمة .

٤ ـ معدل دوران حسابات القبض = المدينون / اجمالى الاصول

* وتبين هذه النسبة طول الفترة التى تستغرقها المنظمة فى تحصيل المبيعات الآجلة .

٥ ـ متوسط فترة التحصيل =

= المدينون × عدد أيام السنه (٣٦٠ يوم) / المبيعات الآجلة

* ويوضح هذا المؤشر عدد الأيام التى تستغرقها المنظمة فى تحصيل الحسابات المدينة .

رابعا : المؤشرات المستخدمة في تحليل هيكل التمويل بالمنظمة :-

١ - نسبة الديون الى اجمالي الأصول بالمنظمة :

$$= \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الأصول}}$$

٢ - نسبة الديون الى حق الملكية :

$$= \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{حق الملكية}}$$

* ويمكن اجمال المؤشرات السابقة والخاصة بكل من السيولة والربحية وكفاءة استخدام الاموال وهيكل التمويل في الجدول التالي :-

جدول رقم : (٨ ـ ١)

أهم المؤشرات المالية

اسم النسبة	كيفية استخراجها
أولا : نسب السهولة :	
١ ـ نسب التداول	مجموع الاصول المتداولة / مجموع الخصوم المتداولة
٢ ـ نسبة السداد السريع	مجموع الاصول المتداولة ـ البضاعة / مجموع الخصوم المتداولة
٣ ـ نسبة النقدية	النقدية / مجموع الخصوم المتداولة
ثانيا : نسب الربحية :	
أ ـ ربحية المبيعات :	
١ ـ اجمالى الربح : صافى المبيعات :	اجمالى الربح / صافى المبيعات

تابع جدول (٨ ـ ١)

المؤشرات المالية

٢ ـ اجمالى المصروفات : صافى المبيعات	صافى الربح / صافى المبيعات
٣ ـ اجمالى المصروفات صافى المبيعات	اجمالى المصروفات / صافى المبيعات
٤ ـ بند المصروفات صافى المبيعات	أى بند من المصروفات / صافى المبيعات
ب ـ ربحية رأس المال :	
١ ـ معدل العائد على رأس المال المملوك	صافى الربح / رأس المال المملوك
٢ ـ معدل العائد على رأس المال العامل	صافى الربح / رأس المال العامل

تابع جدول (٨ ـ ١)

المؤشرات المالية

المؤشر	المعادلة
٣ ـ معدل العائد على رأس المال الثابت	صافي الربح / رأس المال الثابت
٤ ـ معدل العائد على المال المستثمر	صافي الربح / اجمالي رأس المال المستثمر
ثالثا : نسب كفاءة استخدام الأموال	
١ ـ معدل دوران المخزون	المبيعات / المخزون السلعي
٢ ـ معدل دوران الاصول الثابتة	المبيعات / الاصول الثابتة
٣ ـ معدل دوران اجمالي الاصول	المبيعات / اجمالي الاصول

تابع جدول (٨ ــ ١)

المؤشرات المالية

٤ ــ معدل دوران حسابات القبض	المدينون / اجمالى الاصول
٥ ــ متوسط فترة التحصيل	المدينون × عدد أيام السنة (٣٦٠) / المبيعات الآجلة
رابعا : نسب هيكل التمويل	
١ ــ اجمالى الديون : اجمالى الاصول	اجمالى الديون / اجمالى الاصول
٢ ــ نسبة الديون : حق الملكية	اجمالى الديون / حق الملكية

القوائم المالية اللازمة لحساب المؤشرات المالية :-

يتطلب حساب النسب المالية السابق ذكرها ، وجود قوائم مالية معينة ، فبدون هذه القوائم لايمكن استخراج النسب أو المؤشرات المالية ، وبالتالى لانستطيع اجراء التحليل المالى اللازم فى المنظمة .

ومن أهم هذه القوائم :-

١ - قائمة المركز المالى (الميزانية العمومية) للمنظمة .

٢ - قائمة الدخل (قائمة نتائج الاعمال) للمنظمة .

أولا : قائمة المركز المالى للمنظمة :-

تعتبر قائمة المركز المالى المصدر الرئيسى لحساب العديد من المؤشرات المالية ، كمؤشرات السيولة ومؤشرات تحليل هيكل التمويل بالمنظمة .

وقائمة المركز المالى هى عبارة عن ملخص الموقف المالى للمنظمة فى تاريخ معين ، وهى تسمى الميزانية العمومية لأنها توازن بين ما تمتلكه المنظمة فى صورة أصول وبين ما تدين به المنظمة فى صورة الخصوم وحق الملكية .

ونظرا لما تتطلبه عملية التحليل المالى يتم تصنيف جانب الاصول من قائمة المركز المالى الى الأصول المتداولة والأصول الثابتة .

فالاصول المتداولة :ـ

تشمل كل أصل يمكن تحويله الى نقدية من خلال عملية التشغيل العادى للمنظمة فى فترة قصيرة نسبيا ، حوالى سنة تقريبا مثل :ـ

- النقدية .
- أوراق القبض .
- البضاعة .
- المدينين .
- الاستثمارات قصيرة الأجل .

أما الاصول الثابتة :ـ

فهى تشمل كل اصل يستخدم فى التشغيل الداخلى للمنظمة كاداة من أدوات الانتاج ، وليس بغرض البيع مثل :ـ

- الانشاءات .
- الآلات والمعدات .
- الأراضى .
- المبانى .
- وسائل النقل .
- الاثاثات والمكاتب .

كذلك يتم تصنيف الخصوم الى :ـ

- خصوم متداولة .
- وخصوم طويلة الاجل وحق الملكية .

فالخصوم المتداولة :ـ

تشمل الالتزامات التى ستدفعها المنظمة فى اطار التشغيل العادى لها فى فترة زمنية قصيرة حوالى سنة مثل :ـ

- أوراق الدفع .
- الدائنين .
- القروض قصيرة الأجل .
- المدفوعات المستحقة .

أما الخصوم طويلة الأجل :ـ

فهى تشمل الالتزامات التى ستدفعها المنظمة وتستحق فى مدة أكثر من سنة مثل :ـ

- القروض طويلة الاجل ومساهمة الحكومة .

حق الملكية :ـ

حقوق الملكية هى عبارة عن رأس المال المملوك بالاضافة الى الاحتياطات والفائض المرحل ، أى أنها تمثل الفرق بين اجمالى الاصول ، واجمالى الالتزامات للغير .

ثانيا : قائمة الدخل :-

تعتبر قائمة الدخل (قائمة نتائج الأعمال) من القوائم المالية التى يعتمد عليها فى عملية التحليل المالى فى المنظمة فهى المصدر الرئيسى لاستخراج مؤشرات الربحية ومؤشرات تحليل نشاط المنظمة .

وقائمة الدخل هى قائمة توضح نتيجة أعمال المنظمة عن فترة زمنية ماضية قد تكون سنه أو أقل ، فتصور الايرادات والمصروفات عن تلك الفترة وتبين ما حققته المنظمة من خسائر أو أرباح .

* وسوف نوضح فيما بعد مكونات قائمة الدخل عندما نتناول تحليل ربحية المنظمة .

الفصل الخامس

تحليل السيولة في المنظمة

بدأت المنظمات تولى اهتماما كبيرا بعملية السيولة النقدية بها ، نظرا لأن البنوك والموردين وكل الجهات المقرضة أصبحت تركز على دراسة المركز المالي للمنظمات ودرجة السيولة النقدية بها قبل منح القروض أو الائتمان وينصب كل اهتمامها على دراسة مدى مقدرة الأصول المتداولة في المنظمة - خاصة النقدية - على تغطية التزاماتها .

تعريف السيولة :-

يقصد بالسيولة في المنظمة أن تكون المنظمة قادرة على سداد الالتزامات المطلوبة منها في الأجل القصير في ميعاد استحقاقها دون أن تتحمل أي خسارة .

ولذلك فان مستوى أو درجة السيولة في المنظمة تتوقف الى حد كبير على مايتوافر لديها من استثمارات سائلة كالنقدية الموجودة في الصندوق ، أو لدى البنوك التي تتعامل معها المنظمة .

وبناء على ذلك يمكن القول أن مفهوم السيولة في المنظمة يرتبط بعاملين أساسيين هما :-

الأول : قدرة المنظمة على الوفاء بالالتزامات المطلوبة منها على شرط أن يتم الوفاء في تاريخ استحقاق هذه الالتزامات ، أى يكون دون تأخير لأن تأخر المنظمة عن سداد الديون يمكن أن يؤدى الى :-

- احتزاز ثقة الجهات المقرضة فى المنظمة .
- صعوبة حصول المنظمة على قروض فى المستقبل .

الثانى : أن يتم وفاء المنظمة بالتزاماتها دون أن تتحمل أى خسارة ، ذلك لأنه من الممكن أن تضطر المنظمة الى السداد عن طريق تدبير نقدية من بيع جزء من أصولها ، وهذا يعرض المنظمة لتحمل خسائر نتيجة ل :-

- نقص جزء من أصول المنظمة قد تكون فى حاجة اليه .
- قد لايكون بيع الأصل فى الوقت الملائم مثل بيع جزء من البضاعة فى غير موسمها ، أو فى غير الوقت المحدد لبيعها بسعر أقل مما يؤدى الى تحمل المنظمة لخسائر ناتجه عن الفرق فى

أسعار بيع البضاعة .

قياس السيولة فى المنظمة :-

هناك العديد من المؤشرات التى يمكن لادارة المنظمة استخدامها فى قياس درجه السيولة النقدية بها من أهم هذه المؤشرات مايلى :-

- معيار التداول .
- معيار السداد السريع .
- المعيار النقدى .

وقبل أن نتناول هذه المؤشرات بالشرح والتحليل نود أن نوضح أن هذه المؤشرات الثلاثة تكمل بعضها البعض ، فقد يكون من الخطأ أن يعتمد الادارة على مؤشر واحد فقط فى قياس درجة السيولة فى المنظمة ..

لذلك يجب عليها أن تستخدم أكثر من مؤشر للقيام بهذا العمل ، ويتضح ذلك من خلال شرح هذه المؤشرات فيما يلى :-

أولا : معيار التداول :ـ

تقاس مقدرة المنظمات على الوفاء بالتزاماتها التي تستحق في الأجل القصير بما يطلق عليه " معيار التداول " .

وهو عبارة عن العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لدى المنظمة ، هذه العلاقة توضح مقدرة الأصول المتداولة على تغطية الخصوم المتداولة .

أى أن معيار التداول يربط بين عنصرين فيهما صفة التداول هى الاصول المتداولة والخصوم المتداولة ، ذلك لأن قيام المنظمة بالوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل لايتم عن طريق الاصول الثابتة أو الاستثمارات طويلة الأجل

وانما يتم عن طريق الأموال الجارية والدائرة فى المنظمة .

وبناء على ذلك يمكن حساب معيار التداول بالمعادلة التالية :ـ

$$\text{معيار التداول} = \frac{\text{الاصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ويعبر عن معيار التداول بعدد من المرات أي عدد مرات تغطية الأصول المتداولة للخصوم المتداولة ، فقد تكون مرة واحدة أو مرتين أو ثلاث مرات ، وبطبيعة الحال كلما زاد حجم الاصول المتداولة عن حجم الخصوم كلما زاد معيار التداول .

ومن الجدير بالذكر أنه لايوجد معيار تداول مثالي بحيث يمكن تطبيقه على المنظمات المختلفة والحكم على درجة السيولة فيها .

ذلك لأن درجة السيولة التي يجب توافرها في أي منظمة تختلف من منظمة لأخرى طبقا للظروف التي تعيش فيها كل منظمة .

الا أن بعض رجال التمويل يعتبرون أن معيار التداول ٢ : ١ ، معيار معتدل يدل على سلامة المركز المالي للمنظمة .

كذلك فان معيار التداول يختلف بالنسبة للمنظمة من وقت لآخر ، لأنه يرتبط بحركة العمل في المنظمة .

ومن الأهمية بمكان الاشارة هنا الى أن معيار التداول لايكون دليل نهائي على ارتفاع درجة السيولة بالمنظمة

وانما هو مجرد قرينة ، لذلك يجب دراسة كل بند من بنود الاصول المتداولة على حدة ..

فعلى سبيل المثال قد تكون قيمة البضاعة كبيرة نسبيا لكن من الدراسة قد يتبين أن هذه البضاعة يصعب بيعها بسعر التكلفة ، كذلك قد يظهر بند المدينين برقم كبير نسبيا لكن بعد الدراسة قد يكون هناك جزء كبير منه ديون مشكوك فيها .

مثال :ــ

قدرت الاصول المتداولة في احدى المنظمات بمبلغ: ٣٠٠٠٠ جنيه ، بينما قدرت الخصوم المتداولة بمبلغ: ٢٠٠٠٠ جنيه ..

احسب معيار التداول ..

الحل ..

$$\text{معيار التداول} = \frac{\text{الاصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

$$= \frac{\text{٣٠٠٠٠}}{\text{٢٠٠٠٠}} = \frac{\text{٣}}{\text{٢}} = \text{١٫٥ مرة}$$

ويمكن مقارنة معيار التداول الموجود فى عدد من المنظمات ، ولنأخذ على سبيل المثال المنظمات أ ، ب ، جـ .. كما هو موضح بالجدول التالى :-

جدول (٩-١)

مقارنة معيار التداول فى عدة منظمات

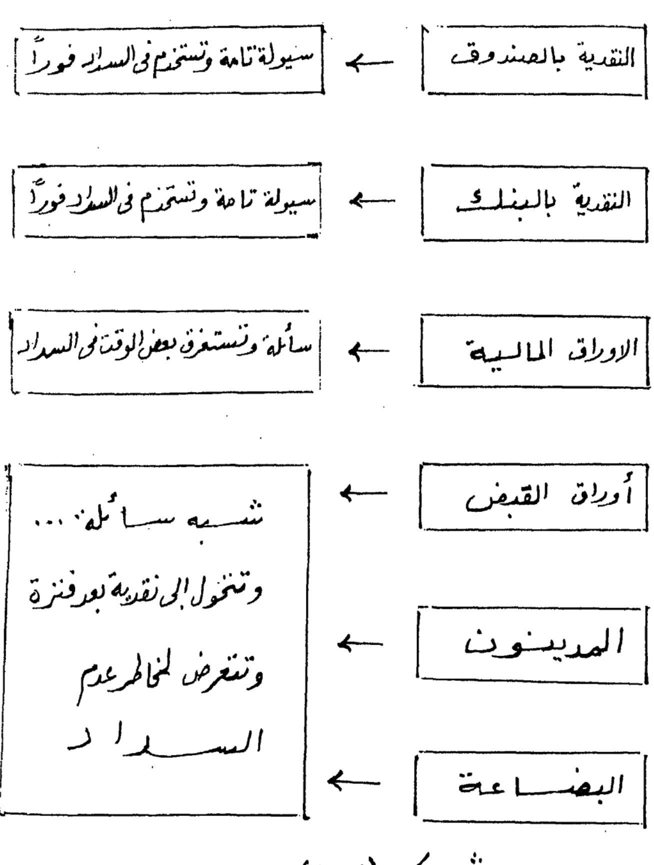
بيان	منظمة أ	منظمة ب	منظمة جـ
اجمالى الاصول المتداولة (بالمليون)	٢٠	٣٠	٤٥
اجمالى الخصوم المتداولة (بالمليون)	٢٠	١٥	١٥
معيار التداول	مرة واحدة	مرتين	ثلاث مرات

من الجدول السابق يلاحظ أن معيار التداول في المنظمة جـ ، أعلى منه في كل من المنظمة ب والمنظمة أ ..

وهذا يشير الى أن الاصول المتداولة في المنظمة جـ لديها قدرة أكبر على تغطيه الخصوم المتداولة في كل من المنظمة ب ، والمنظمة أ ، أي أن درجة السيولة في المنظمة جـ أعلى منها في كل من المنظمة ب والمنظمة أ .

لكن يجب ملاحظة أن تحديد معيار التداول بأنه مرة أو مرتين أو ثلاث مرات لايكفى الجهات المقرضة للمنظمة ويكون ضمانا لها في منح المنظمة القروض التي تطلبها ، وانما تقوم هذه الجهات بدراسة البنود التي تتكون منها الاصول المتداولة في المنظمة نظرا لأن هذه البنود تختلف من حيث سرعة تحويلها الى نقدية كما أنها تتسم بدرجات متفاوتة من السيولة ومن مخاطر عدم السداد ، فالنقدية بالصندوق تعتبر أعلى بنود الاصول المتداولة سيوله واقلها خطرا بينما كل من أوراق القبض والمدينين والبضاعة تعتبر أقل سيولة وأكثر خطرا من ناحية السداد .

وكما هو موضح بالشكل التالي :ـ



شكل (٩ - ١)
درجة السيولة فى الأصول المتداولة

لذلك تقوم الجهات التى ستمنح المنظمة الأئتمان بدراسة التوزيع النسبى لبنود الاصول المتداولة للاطمئنان على مستوى السيولة للمنظمة ، حيث أنه كلما زاد النصيب النسبى لكل من النقدية — سواء بالصندوق أو بالبنك — والأوراق المالية كلما كانت درجة السيولة فى المنظمة مطمئنة .

قائمة المركز المالى لشركة الكابلات فى ٣٠/٦/٠

(القيمة بالالف جنية)

اصول — خصوم

اصول		خصوم	
٧٣٥٤٥	اصول ثابتة ٠	٣٠٠٠٠	رأس المال
٤٨٠٠	مشروعات تحت التنفيذ	٥٣٨٦٢	احتياطات
١٢٣٥٦	استثمارات مالية	٩٠٢٦٧	مخصصات
٩٣٨٤٢	مدينون	٣٢٥٦	قروض طويلة الأجل
٤٥٠٣٤	نقدية بالصندوق والبنوك ٠	٥٤١٦٧	بنوك دائنة
		٩٩٦١٣	
٣٣١١٦٥		٣٣١١٦٥	

تمرين (٣) :ـ

فيما يلى قائمة المركز المالى لشركة مصر للحرير الصناعى فى كل من عام ١٩٩٢م ، ١٩٩٣م والمطلوب :ـ

١ ـ حساب التوزيع النسبى لعناصر الاصول المتداولة .

٢ ـ حساب معيار التداول .

٣ ـ حساب معيار السداد السريع .

٤ ـ حساب المعيار النقدى .

٥ ـ مقارنة المؤشرات السابقة فى كل من عامى ١٩٩٢م ـ ، ١٩٩٣م .

الميزانية العمومية لشركة مسر للحرير الصناعى

(القيمة بالألف جنية)

الاصول | الخصوم

٩٣/٧/٣٠	٩٢/٦/٣٠	بيان	٩٣/٦/٣٠	٩٢/٧/٣٠	بيان
١٩٤٨٨	١٨٧٢٥	اصول ثابتة	٢٥٠٠٠	٢٥٠٠٠	رأس المال
٨٠٢٦	١٨٤٢١	مشروعات تحت التنفيذ	٤٤٩٨٨	٣٧١٢٤	احتياطيات
١٥١٢١٨	١١٤٩٩٦٦	المخزون	١٢٦١٣٣	١٨٣٣٢	مخصصات
٩٦٣	٩٦٠	استثمارات مالية	١٥٨٣٠١	١٠٠٣٤٧	قروض طويله الأجل
١٣١٠١٦	٧٤٦٧٤	مدينون	٨١١٠٥	٢٣٠٨٠	بنوك دائنة
١٠٤٤٦	١٢٩٩٦	حسابات مدينه مختلفة	٣٧١٧٢	٣٩٧١٢	دائنون
١٢١٢	٢٢٣١	نقديه بالصندوق والبنوك	٣٣٠٦٢	٢٩٤٧٨	حسابات دائنه مختلفة
٥٠٥٧٦١	٣٧٣٠٧٣		٥٠٥٧٦١	٣٧٣٠٧٣	

تمرين (٢) :ـ

تقوم شركة الكابلات الكهربائيه المصريه بانتاج جميـــع الأسلاك والكابلات سواء للقوى الكهربائيه أو الاتصالات السلكية وفيما يلى قائمة المركز المالى للشركة فى ٣٠/٦/

والمطلوب :ـ

١ ـ حساب التوزيع النسبى لعناصر الأصـــــول المتداولة •

٢ ـ حساب المؤشرات الدالة على درجة الســيولة بالشركة •

مثال رقم (١)

فيما يلى قائمة المركز المالى لاحدى المنظمات ، والمطلوب حساب التوزيع النسبى لعناصر الاصول المتداولة ، ومعيار التداول لتحليل درجة السيولة بالمنظمة :ـ

المركز المالى فى ٣٠ / ٦ /

الاصول		الخصوم	
			الخصوم ورأس المال
١٦٠٠	النقدية	٤٠٠٠	حساب دائنة
٢٢٠٠	أوراق القبض	٤٠٠	احتياطى ضرائب
٢٠٠٠	حسابات مدينة		
١٧٠٠	بضاعة		
٧٥٠٠	اجمال الاصول المتداولة	٤٤٠٠	اجمال الخصوم المتداولة
		١٣٠٠٠	قروض طويلة الاجل
١٢٠٠٠	اصول ثابتة	١٧٤٠٠	اجمال الخصوم
٥٠٠٠	مجمع الاهلاك	١٧٠٠٠	رأس المال المدفوع
		٢١٠٠	أرباح محتجزة
٧٠٠٠	صافى الاصول الثابتة		
٢٢٠٠٠	مشروعات تحت التنفيذ	١٩١٠٠	ـ صافى خصوم الملكية
٣٦٥٠٠	اجمالى الاصول	٣٦٥٠٠	اجمال الخصوم ورأس المال

الحــــل :ـ

١ ـ التوزيع النسبي لعناصر الأصول المتداولة :ـ

العنصـــر	القيمـــة	النسبة المئوية
نقديـــة	١٦٠٠	٣ر ٢١
أوراق قبـــض	٢٢٠٠	٣ر ٢٩
حسابات مدينة	٢٠٠٠	٧ر ٢٦
بضـــاعة	١٧٠٠	٧ر ٢٢
اجمال الاصول المتداولـــة	٧٥٠٠	١٠٠ ٪

من الجـدول السابق يلاحظ أن هناك توازن بين عناصـــر الأصـول المتداولة فى المنظمة حيث أن جميع العناصر تتـراوح نصـيبها النسـبى بين ٢٠ ٪ ، ٣٠ ٪ ٠٠

وهذا يشـير الى أن موقف السـيولة بالمنظمة مطمئـــن الى حـد ما ٠٠

٢ ـ حساب معيار التداول :ـ

$$\text{معيار التداول} = \frac{\text{الاصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

$$= \frac{٧٥٠٠}{٤٤٠٠} = ٧ر١ \text{ مرة}$$

وهو معيار يعتبر فى المستوى المتوسط وهو يطمئن على درجة السيولة بالمنظمة حيث تزيد الأصول المتداولة عن الخصوم المتداولة بمقدار ٧٠ ٪ ٠٠

مثال رقم (٢) :ـ

فيما يلى قائمة المركز المالى لشركة الشرق لصناعة المنسوجات ، والمطلوب تحليل السيولة النقدية بالشركة من خلال حساب ما يلى :ـ

١ ـ التوزيع النسبى لعناصر الاصول المتداولة ٠

٢ ـ معيار التداول ٠

المركز المالى للشـركة فى ٦/٣٠ /

((القيمة بـألف جنيه))

الاصـول :	
نقديـــة	٥٥٠
حسابات مدينة	٢٠٠
مخزون سـلعى	٤٠٠
أوراق قبـــض	٢٥٠
اراضــى	١٥٠
معدات وآلات	٣٥٠
مشروعات تحت التنفيذ	١٥٠
اجمالى الاصـول	٢٠٥٠
الخصـوم :ـ	
أوراق دفـع	٢٠٠
حسابات دائنه	٢٥٠
ضرائب مستحقة	١٥٠
ـ مستحقات أخرى	٥٠
اجمالى الخصوم المتداولة	٦٥٠
اسهم ممتازة	٦٠٠
اسهم عادية	٨٠٠
اجمالى الخصوم	٢٠٥٠

١ – التوزيع النسبى لعناصر الاصول المتداولة :–

العنصر	القيمة	النسبة المئوية
النقدية	٥٥٠	٣ر ٣٩
حسابات مدينة	٢٠٠	٣ر ١٤
مخزون سلعى	٤٠٠	٥ر ٢٨
أوراق قبض	٢٥٠	٩ر ١٧
اجمالى	١٤٠٠	١٠٠ ٪

بالنظر الى الجدول السابق يمكن القول أن التوزيع النسبى لعناصر الأصول المتداولة بأن درجة السيولة بالشركة جيدة ٠٠

ويرجع ذلك الى أن النصيب النسبى للنقدية يمثل أعلى نسبة فى الاصول المتداولة يلى ذلك المخزون السلعى ثم أوراق القبض ٠٠

وفى النهاية الحسابات المدينة ٠٠

حساب معيار التداول :-

$$\text{معيار التداول} = \frac{\text{الاصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

$$= \frac{١٤٠٠}{٦٥٠} = ٢,٢ \text{ مرة}$$

أى أن قيمة الاصول المتداولة بالشركة أكبر من ضعف الخصوم المتداولة مما يشير الى أن درجة السيولة بالشركة كبيرة .

تقييم لمعيار التداول كقياس للسيولة بالمنظمة :-

من العرض السابق لمعيار التدول تبين لنا أنه ليس هناك معيار محدد يمكن القول أنه هو المعيار المثالي الذى يمكن تطبيقة ومعرفة درجة السيولة فى المنظمة هل هى أعلى من هذا المعيار المثال أو أقل منه ؟ ..

ذلك لأن درجة السيولة التى يجب توافرها فى أى منظمة تختلف حسب طبيعة ونوع النشاط الذى تعمل فيه بالاضافة الى الظروف المحيطه بها ..

ويعاب على معيار التداول كقياس للسيوله انه يعبر عن موقف مالى ثابت للمنظمة لأنه يتناول العلاقة بين قيمة كل من الاصول المتداولة والخصوم المتداولة فى تاريخ محدد هو تاريخ بيان المركز الحالى للمنظمة .

بينما من المفروض أن يقوم تحليل السيولة الواقعى والسليم على فهم وشرح واف للموقف المالى للمنظمة على مدار السنة وليس فى تاريخ محدد بالذات .

ثانيا : معيار السداد السريع :ـ

يعتبر معيار " السداد السريع " أحد المعايير المستخدمة في قياس درجة السيولة بالمنظمة ، ويتميز هذا المعيار عن معيار التداول في أنه يقتصر في دراسة السيولة على عناصر الأصول المتداولة فيما عدا البضاعة ..

فكما سبق القول تختلف هذه العناصر في درجة سيولتها فمنها ماهو سائل تمام السيولة كالنقدية ومنها ماهو سائل مثلا الأوراق المالية ، ومنها ماهو شبه سائل كالبضاعة . أي البضاعة أو المخزون السلعي لدى المنظمة ، يعتبر أقل عناصر الاصول المتداولة سيولة ..

لذلك لاتدخل البضاعة في معيار السداد السريع لقياس السيولة كما هو موضح بالمعادلة التالية :ـ

$$\text{معيار السداد السريع} = \frac{\text{أصول متداولة} - \text{البضاعة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ويعبر عن هذا المعيار بعدد من المرات مثل معيار التداول ويرى بعض رجالي الادارة المالية معيار السداد السريع يجب ألا يقل عن ١ صحيح أي تكون النسبة بين الاصول المتداول بدون البضاعة والخصوم المتداولة ١ : ١ حتى تكون حالة السيولة في المنظمة مطمئنة .

مثال :-

لديك البيانات التالية :-

- نقدية	٥٥٠
- حسابات نقدية •	١٠٠
- مخزون سلعى •	٤٠٠
- أوراق القبض •	٢٥٠

والمطلوب :-

حساب معيار السداد السريع لقياس درجة السيولة بالمنظمة •

اجمالى الاصول المتداولة بدون البضاعة = ١٤٠٠ - ٤٠٠ = ١٠٠٠

$$\text{معيار السداد السريع} = \frac{١٠٠٠}{٦٥٠} = ١,٥ \text{ مرة}$$

ولتوضيح أهمية استخدام معيار السداد السريع لقياس درجة السيولة فى المنظمة ، نفترض المثال التالى :-

بلغت قيمة الخصوم المتداولة فى احدى المنظمات : ٢٥,٠٠٠ جنيه ، بينما كانت قيمة الاصول المتداولة كما يلى :-

- بضاعة ٣٢٥ ر ٠٠٠
- نقدية ٤٥ ر ٠٠٠
- حسابات مدينة ٦٠ ر ٠٠٠
- أوراق قبض ٢٠ ر ٠٠٠

اجمالى الاصول المتداولة ٥٠٠ ر ٠٠٠ جنيه

أولا : حساب معيار التداول :-

معيار التداول = الاصول المتداولة / الخصوم المتداولة

= ٥٠٠ ر ٠٠٠ / ٢٥٠ ر ٠٠٠ = ٢ مرة .

ثانيا : حساب معيار السداد السريع :-

معيار السداد السريع = (الاصول المتداولة - البضاعة) / الخصوم المتداولة

معيار السداد السريع = ١٢٥ ر ٠٠٠ / ٢٥٠ ر ٠٠٠ = ٥ ر ٠ مرة

من المثال الافتراضى السابق تبين لنا أن معيار التـــداول يساوى ٢ ، أى أن الاصـول المتداولة ضعف الخصـــوم المتداولة ، وقد يتبادر الى الذهن أن درجـة الســيولة فى هذه المنظمة كافية ومطمئنة ، لكن بحساب معيار السداد السريع اتضح أن درجـة السيولة منخفضة حيث أن الاصول المتداولة بدون البضاعة لاتكفى الا لسداد نصف الخصـــوم المتداولة .

ويرجـع ذلك لارتفاع النصيب النسـبى للبضاعة التى هـى أقل عناصـر الاصول المتداولة سيولة ــ حيث بلغت ثلاثـــة أرباع الاصـول المتداولة كما هو موضح بالجدول التالى :ــ

التوزيع النسبى للاصول المتداولة

العناصـــــر	القيمة	%
بضـــاعة	٣٧٥ر٠٠٠	%٧٥
نقديـــة	٤٥ر٠٠٠	%٩
حسابات مدينة	٦٠ر٠٠٠	%١٢
أوراق قبـــض	٢٠ر٠٠٠	%٤
اجمالى الاصول المتداولة	٥٠٠ر٠٠٠	%١٠٠

ثالثا : معيار النقدية :-

يعتبر معيار النقدية من المؤشرات المستخدمة في قياس درجة السيولة في المنظمة ، ويعد هذا المعيار أكثر دقة من المعيارين السابقين ، حيث يستخدم فقط العناصر السائلة سيولة تامة فقط ولا يأخذ الاصول المتداولة الأخرى في الحسبان .

فالمعيار النقدي يستخدم النقدية فقط ولايستخدم باقي بنود الأصول المتداولة في قياس السيولة النقد في المنظمة كما هو موضح بالمعادلة التالية :-

$$\text{المعيار النقدى} = \frac{\text{النقدية}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ففي المثال رقم (١) تبلغ النقدية : ١٦٠٠ جنيها والخصوم المتداولة ٤٤٠٠ جنيها وبناء عليه يكون المعيار النقدي كما يلي :-

$$\text{المعيار النقدى} = \frac{١٦٠٠}{٤٤٠٠} = \text{٣٦ ر مرة .}$$

يلاحظ أن التعبير عن المعيار النقدي بعدد من المرات مثل معيار التداول ومعيار السداد السريع .

وفى المثال رقم (٢) :

تبلغ قيمه النقدية : ٥٥٠ جنيها واجمالى الخصوم المتداولة : ٦٥٠ جنيها ، وبناء عليه يكون المعيار النقدى كما يلى :-

$$\text{المعيار النقدى} = \frac{٥٥٠}{٦٥٠} = ٨٥ر٠ \text{ مرة}$$

يلاحظ أن قيمة المعيار النقدى أقل من قيمة كل من معيار التداول ومعيار السداد السريع بالنسبه لذات المثال رقم : (٢) :-

- معيار التداول ٢ر٢ مرة .
- معيار السداد السريع ٥ر١ مرة .
- المعيار النقدى ٨٥ر٠ مرة .

وأخيرا يجدر بنا الاشارة أن هذه المؤشرات الثلاثة المستخدمة فى قياس السيولة فى المنظمة تكمل بعضها البعض وجب الاعتماد عليها جميعا لأن استخدام مؤشرا واحدا لايعطى الصورة الواضحة عن عملية السيولة بالمنظمة .

الفصل السادس

تحليل ربحية فى المنظمة

الربح والربحية :-

سبق توضيح الفرق بين الربح والربحية ، بأن الربح هو عبارة عن الفرق بين الايرادات والمصروفات ، وهو رقم مطلق واضح فى حساب الأرباح والخسائر للمنظمة يطلق عليه فى بعض الأحيان صافى الدخل .

أما الربحية فهى عبارة عن مقياس أو معيار لتقييم الأداء فى المنظمة ، وذلك من خلال نسب الرقم الخاص بالربح ( ) الى الرقم الخاص بمختلف الاستثمارات فى المنظمة مثل المبيعات أو رأس المال العامل أو رأس المال الثابت ، فهناك ربحية المبيعات ، وربحية رأس المال ، سواء أكان رأس المال العامل أو رأس المال الثابت ، أو رأس المال المملوك ، وهو ماسنوضحه فيما بعد ..

أهمية الأرباح للمنظمة :-

من المعروف أن أى منظمة يجب أن تحقق ربحا على مدى فترة من الزمن تعطى عائدا للمساهمين لتظل استثماراتهم

فى المنظمة مما يتيح لها الاستمرار فى أداء وظائفها التى انشأت من أجلها .

وتعتبر الأرباح القياس الأساسى على نجاح المنظمة أما المقاييس الاجتماعية التى يجرى على أساسها قياس أداء المنظمة فانها تتصل عادة بالمنتجات أو الخدمات التى تقدمها للبيئة المحيطه بها .

كذلك تعكس الأرباح التى تحققها المنظمة مدى قدرة الادارة بها على اتخاذ القرارات والقيام بالتخطيط العلمى السليم لانشطتها .

ويفسر الاقتصاديون الأرباح التى تحققها المنظمات بعدة تفسيرات من أهمها :-

أ - الأرباح هى مكافأة لتحمل المخاطر .

ب - الأرباح هى مكافأة للابتكارات الناجحة .

* طبقا للتفسير الأول تعتبر الأرباح هى المقابل لتحمل المنظمة المخاطر ، ولذلك يلاحظ أن المكافأة (الأرباح) تكون أكبر كلما زادت المخاطرة .

* **وقد قسم المخاطر الى عدة أنواع هى :-**

١ - المخاطر التى يجب أن تقبلها المنظمة وهى التى تعتبر جزء لا يتجزأ من طبيعة عملها .

٢ ـ المخاطر التى يمكن أن تتحطها المنظمة .
٣ ـ المخاطر التى لايمكن أن تتحطها المنظمة .
٤ ـ المخاطر التى لايمكن الا أن تتحطها المنظمة .

* أما التفسير الثانى للربح فهو يعتبر الأرباح مقابل الابتكار ، ويقصد بالابتكار كل معبر فى طرق الانتاج أو فى أذواق المستهلكين يترتب عليه زيادة فى الناتج القومى أكثر مما يترتب عليه زيادة فى التكاليف ، وهذه الزيادة فى صافى الناتج هى الربح الذى يتولد عن الابتكار .

وفى تعريف آخر للابتكار بأنه أقامة دالة انتاج جديدة ودالة الانتاج هى العلاقة الطبيعية الناتج وبين الأنواع الأخرى من المدخلات ـ كرأس المال والأرض والعمل ـ فى عمليه الانتاج .

ويفرق العلماء بين الاختراع :
والابتكار :

* فالاختراع هو خلق شىء جديد
* أما الابتكار فهو اعداد وتكييف اختراع للاستخدام التجارى .

* وبناء على ذلك هناك كثير من الاختراعات التى لن تكون أبدا ابتكارات .

وأيا كانت تفسيرات الأرباح فانه من الواجب على المنظمات أن تحقق أرباحا وعليها أن تختار أحد هذه البدائل :-

١ - الربح هو الهدف الوحيد من قيام المنظمة .

٢ - الربح هو الهدف الرئيسى من قيام المنظمة .

٣ - الربح هو أحد أهداف قيام المنظمة .

* ولاشك أن البديل الثالث هو الأفضل نظرا لأن من الواجب أن تكون الأرباح أحد الأهداف التى تضعها المنظمات الحديثة لنفسها وليس بالضرورة أن تكون الهدف الرئيسى أو الهدف الوحيد .

قياس ربحية المنظمة :-

اذا كانت درجة السيولة فى المنظمة قد تم قياسها باستخدام البيانات الخاصة بالاصول والخصوم الواردة فى قائمة المركز المالى للمنظمة ، فان قياس الربحية يتم باستخدام البيانات الواردة فى قائمة الدخل ، وقائمة الدخل هى احدى القوائم المالية للمنظمة وهى تعتبر مكملة لقائمة المركز المالى .

وتصور قائمة الدخل نتيجة أعمال المنظمة عن فترة زمنية ماضية ، لذلك يطلق عليها قائمة نتائج أعمال المنظمة ، حيث تظهر فيها الايرادات والمصروفات عن فترة معينة ، وتبين حجم

الأرباح أو الخسائر الناتجة عن أعمال المنظمة في تلك الفترة ٠

ويهتم الدائنون خاصة أصحاب الديون طويلة بدراسة قائمة الدخل في المنظمة ، بينما يركز أصحاب الديون قصيرة الأجل اهتمامهم على درجة السيولة من خلال دراسة قائمة المركز المالي للمنظمة ٠

وعادة ما تنقسم قائمة الدخل الى ثلاثة أجزاء ، حيث يبرز كل جزء نتيجة معينة ، وهذه النتائج الثلاث هي :ـ

١ ـ اجمالي أرباح المنظمة :ـ

تظهر قائمة الدخل في أول قسم من أقسامها الثلاثة اجمالي أرباح المنظمة عن طريق طرح تكلفه المبيعات من صافي المبيعات كما هو موضح بالمعادلة التالية :ـ

* اجمالي الأرباح = صافي المبيعات ـ تكلفه المبيعات

ويتم حساب صافي المبيعات ، بطرح مردودات المبيعات ومسموحات المبيعات من اجمالي المبيعات ، أن أن :ـ

* صافي المبيعات =
اجمالي المبيعات ـ (مردودات المبيعات + مسموحات المبيعات) ٠

أما تكلفة المبيعات فيتم حسابها باضافة مشتريات البضاعة الى بضاعة اول المدة ثم طرح بضاعة آخر المدة اى أن :ـ

* تكلفة المبيعات = بضاعة أول المدة + المشتريات ـ بضاعة أخر المدة .

٢ ـ أرباح التشغيل فى المنظمة :ـ

يظهر الجزء الثانى من قائمة الدخل أرباح التشغيل حيث يتم حسابها بطرح مصروفات تشغيل أعمال المنظمة من اجمالى الربح الذى سبق استخراجه فى الجزء الأول .

وتتمثل مصروفات التشغيل فى :ـ

- مصروفات البيع .
- المصروفات الادارية .
- المصروفات العامة .
- احتياطى الديون المشكوك فى تحصيلها .

*** ولا يدخل فى مصروفات التشغيل هذه البنود :ـ**

- الخصم النقدى .
- فوائد القروض .
- ضرائب الدخل .
- المصروفات غير العادية .

٣ ـ صافى أرباح المنظمة :ـ

يتم حساب صافى الربح فى الجزء الثالث من قائمة الدخل بطرح عناصر التكاليف من أرباح التشغيل ، وهى العناصر التى لم يتم خصمها من اجمالى الربح فى الجزء السابق مثل فوائد القروض والضرائب والمصروفات غير العادية

* وفيما يلى مثال توضيحى لقائمة الدخل فى احدى منظمات الاعمال :ـ

قائمة الدخل

بيان	القيمة (ألف جنيه)
اجمالي المبيعات :	٨٥٠
- مردودات	١٥
صافي المبيعات	٨٣٥
- تكلفة المبيعات	٦٣٠
اجمالي الربح	٢٠٥
- مصروفات التشغيل	٧٥
أرباح التشغيل	١٣٠
- فوائد القروض	١٧
- ضرائب	٢٥
- مصروفات أخرى	٨
صافي الربح	٨٠

النسب المالية المستخدمة لقياس ربحية المنظمة :ـ

تعتبر قائمة الدخل السابق الاشارة اليها المصدر الذى منه يتم استخراج مؤشرات أو نسب تحليل الربحية منه ، وتنقسم هذه المؤشرات الى قسمين :ـ

ـ المؤشرات المستخدمة لقياس ربحية المبيعات .

ـ المؤشرات المستخدمة لقياس ربحية رأس المال .

أولا : المؤشرات المستخدمة لقياس ربحية المبيعات فى المنظمة :ـ

* تتعدد النسب المالية المستخدمة لقياس قدرة المبيعات على تحقيق أرباح المنظمة .

من أهم هذه النسب :ـ

١ ـ النسبة بين اجمالى الأرباح وصافى المبيعات :ـ

$$\frac{\text{اجمالى الأرباح}}{\text{صافى المبيعات}} =$$

* ويستخدم هذا المؤشر فى المقارنة بين ماحققته المنظمة وماتحققه المنظمات المماثلة لها ، أو مقارنة نفس النسبة لنفس المنظمة فى عدة سنوات مختلفة .

٢ ـ النسبة بين صافى الأرباح وصافى المبيعات :ـ

$$= \frac{\text{صافى الأرباح}}{\text{صافى المبيعات}}$$

* وتستخدم هذه النسبه لقياس مدى قدرة المبيعات على تحقيق صافى ربح للمنظمة ، ويمكن مقارنة النسبة التى حققتها المنظمة فى سنوات عديدة للتعرف على كفاءة المنظمة ، حيث أنه كلما ارتفعت نسبة صافى الربح الى المبيعات كلما زادت كفاءة المنظمة .

٣ ـ النسبة بين المصروفات (أو أى بند منها) وصافى المبيعات :ـ

$$= \frac{\text{المصروفات}}{\text{صافى المبيعات}} \text{ ، } \frac{\text{أى بند من المصروفات}}{\text{صافى المبيعات}}$$

* وتستخدم هذه النسبة للمقارنة بين مصروفات المنظمة ومصروفات المنظمات المماثلة لها ، وكذلك مقارنة مصروفات المنظمة فى سنوات مختلفة وملاحظة مدى ارتفاعها أو انخفاضها من عام لآخر .

* ويلاحظ أن هذا المؤشر هو عبارة عن الفرق بين النسبتين السابقتين ، حيث أن المصروفات تمثل الفرق بين اجمالى الربح وصافى الربح .

أما النسبة بين أى بند من بنود المصروفات وصافى المبيعات فتفيد فى متابعة كل بند على حده ومعرفة ما اذا كان يتفق مع المنظمات المماثلة أم لا ..

فعلى سبيل المثال اذا تبين أن نسبة المصروفات الادارية الى صافى المبيعات فى المنظمة أعلى من ذات النسبة فى المنظمات المماثلة ..

ففى هذه الحالة يستلزم الأمر دراسة بنود المصروفات الادارية والعمل على تخفيضها .

ومن دراسة المؤشرات السابقة المستخدمة فى قياس ربحية المبيعات فى المنظمة ، يلاحظ أنه يجب على أى منظمة العمل على زيادة النسبة الأولى والثانية وهى نسبة اجمالى الربح الى المبيعات ونسبه صافى الربح الى المبيعات .

ويجب عليها أيضا تخفيض النسبة الثالثة وهى نسبة المصروفات الى المبيعات .. ذلك لأن ادارة المنظمة تكون ذات كفاءة عالية اذا ارتفعت نسب الأرباح الى المبيعات عن المنظمات المماثلة ، واذا انخفضت نسب المصروفات الى المبيعات عن المنظمات المماثلة .

ثانيا : المؤشرات المستخدمة لقياس ربحية رأس مال المنظمة :

يتم قياس ربحية رأس المال فى المنظمة بحساب العائد على رأس المال ، الذى يعبر عن مدى كفاءة استخدام رأس المال المستثمر فى المنظمة ، ومدى كفاءة ادارة المنظمة فى تحقيق عائد على رأس المال ، لذلك تعتبر ادارة المنظمة ذات كفاءة عالية فى حالة ارتفاع العائد على رأس المال .

وقد سبق تناول بعض الطرق المستخدمة فى حساب العائد على رأس المال عند مناقشة تقدير احتياجات المنظمة من رأس المال الثابت فى الفصل الخامس.

ويعتبر تحقيق عائد مرتفع على رأس مال المنظمة ذو أهمية كبيرة للدائنين خاصة أصحاب الديون طويلة الأجل لأن تحقيق عائد استثمار مرتفع يشير الى قوة المركز المالى للمنظمة والى قدرتها على الوفاء لسداد الديون .

* وعند دراسة العائد على الاستثمار يمكن حساب المؤشرات التالية :ـ

١ ـ العائد على رأس المال المملوك : ويفيد أصحاب رأس المال المملوك فى معرفة معدل العائد على مايملكونه من رأس المال .

ويمكن حسابه كما يلى :ـ

العائد على رأس المال المملوك =

$$= \frac{\text{صافى الربح}}{\text{رأس المال المملوك}} \%$$

٢ ـ العائد على رأس المال العامل : ويفيد فى معرفة مدى قدرة رأس المال العامل فى المنظمة على تحقيق الأرباح ، ويمكن حسابه كما يلى :ـ

* العائد على رأس المال العامل : =

$$= \frac{\text{صافى الربح}}{\text{رأس المال العامل}} \%$$

٣ ـ العائد على رأس المال الثابت : ويفيد فى معرفة مدى قدرة رأس المال الثابت فى المنظمة على تحقيق الأرباح ، ويمكن حسابه كما يلى :ـ

* العائد على رأس المال الثابت =

$$= \frac{\text{صافى الربح}}{\text{رأس المال الثابت}}$$

٤ ـ العائد على اجمالى رأس المال المستثمر : ويفيد فى ادارة كل الأموال المستثمرة فيها لتحقيق عائد مرتفع ويتم حسابه كما يلى :ـ

* العائد على رأس المال المستثمر : =

$$= \frac{\text{صافي الربح}}{\text{رأس المال المستثمر}}$$

ومن الجدير بالذكر أن هذا المؤشر يعتبر أهم المؤشرات المستخدمة في قياس ربحية المنظمة ، نظرا لأن معدل العائد على رأس المال المستثمر أكبر دليل على كفاءة المنظمة ، ولو كان المفروض اختيار نسبة مالية واحدة لقياس ربحية المنظمة لكانت نسبة العائد على الاستثمار .

مثال تطبيقي لحساب ربحية المنظمة :-

* فيما يلي قائمة الدخل وقائمة المركز المالي لشركة العبور التجارية :-

*** قائمة الدخل لشركة العبور التجارية فى ٣٠/٦/

بيـــــــان	جزئى	كـــلى
اجمالى المبيعـــات	٣٥٠ ٠٠٠	
مردودات المبيعـــات	٥٠ ٠٠٠	
صافى المبيعـــات	—	٣٠٠ ٠٠٠
بضاعة أول المدة	٤٠ ٠٠٠	
+ المشتريات	٢٢٠ ٠٠٠	
	٢٦٠ ٠٠٠	
بضاعة آخر المدة	٦٠ ٠٠٠	
تكلفة البضاعة المباعة	—	٢٠٠ ٠٠٠
اجمالى الربح		١٠٠ ٠٠٠
مصروفات بيعية وادارية	٢٠ ٠٠٠	
مصروفات أخرى	٥ ٠٠٠	
اجمالى المصروفات	—	٢٥ ٠٠٠
أرباح التشغيل		٧٥ ٠٠٠
فوائـــد	٦ ٠٠٠	
ضرائـــب	٢ ٠٠٠	٨ ٠٠٠
صافى الربح		٦٧ ٠٠٠

* **قائمة المركز المالي لشركة العبور التجارية في ٣٠/٦/**

كلي	جزئي	بيان	كلي	جزئي	بيان
		اصول متداولة			خصوم متداولة
	٢٥٠٠٠	نقدية		٤٠٠٠٠	اوراق دفع
	١٠٠٠٠٠	بضاعة		٤٠٠٠٠	دائنون
	٤٠٠٠٠	أوراق قبض	١١٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	قروض
١٩٠٠٠٠	ــــــــ				رأس المال
		اصول ثابتة		٩٠٠٠٠	شركاء متضامنون
	١٥٠٠٠٠	سيارات		٩٠٠٠٠	شركاء موصون
	٥٠٠٠٠	أصول أخرى		١٠٠٠٠٠	أرباح محتجزة
٢٠٠٠٠٠	ــــــــ		٢٨٠٠٠٠	ــــــــ	
٣٩٠٠٠٠			٣٩٠٠٠٠		

* والمطلوب :-

قياس ربحية شركة العبور التجارية بالنسبة لكل من :-

أولا : المبيعات .

ثانيا : رأس المال .

أولا : قياس ربحية المبيعات لشركة العبور التجارية :ـ

١ ـ نسبة اجمالى الربح الى صافى المبيعات :ـ

$$\frac{\text{اجمالى الربح}}{\text{صافى المبيعات}} \quad \frac{١٠٠\ ٠٠٠}{٣٠٠\ ٠٠٠} = ٣ر٣٣ \%$$

* فاذا كانت النسبة المحققة فى الشركات المماثلة أعلى من هذه النسبة فهذا يعنى أن هذه النسبة منخفضة ، أما اذا كانت النسبة المحققة فى الشركات المماثلة أقل ، فهذا يشير الى أن شركة العبور أفضل من الشركات الأخرى .

٢ ـ نسبة صافى الربح الى صافى المبيعات :ـ

$$\frac{\text{صافى الربح}}{\text{صافى المبيعات}} \quad \frac{٦٧\ ٠٠٠}{٣٠٠\ ٠٠٠} = ٣ر٢٢ \%$$

* يجب مقارنة هذه النسبة مع النسبة المحققة فى الشركات المماثلة فاذا كانت أعلى منها ، فهذا يدل على أن الوضع فى الشركة مطمئن ، أما اذا كانت أقل كان الواجب دراسة أسباب هذا الانخفاض .

٣ ـ نسبة المصروفات الى صافى المبيعات :ـ

$$\frac{\text{اجمالى المصروفات}}{\text{صافى المبيعات}} \quad \frac{٢٥\ ٠٠٠}{٣٠٠٠٠٠} = ٣ر٨ \%$$

فاذا كانت النسبة المحققة فى الشركات المماثلة ١٢ %
أو ١٥ % أى أكبر من النسبة التى حققها الشركة محل الدراسة
فهذا يشير الى أنها فى وضع أفضل من الشركات المنافسة .

ثانيا : قياس ربحية رأس مال شركة العبور التجارية :ـ

١ ـ معدل العائد على رأس المال المملوك :ـ

$$\frac{\text{صافى الربح}}{\text{رأس المال المملوك}} = \frac{٦٧٠٠٠}{٢٨٠٠٠٠} = ٢٣,٩ \%$$

* فاذا كان معدل العائد على راس المال المملوك فى الشركات المماثلة للشركة محل الدراسة على سبيل المثال ٢٦ % ، فذلك يعنى أن المعدل المحقق بواسطة الشركة يعتبر منخفض .

٢ ـ معدل العائد على رأس المال العامل :ـ

$$\frac{\text{صافى الربح}}{\text{رأس المال العامل}} = \frac{٦٧٠٠٠}{١٩٠٠٠٠} = ٣٥,٢ \%$$

* يتم مقارنة هذا المعدل مع المعدل المحقق فى الشركات المنافسة لمعرفة ما اذا كان مرتفع أو منخفض .

٣ ــ معدل العائد على رأس المال الثابت :ــ

$$\frac{\text{صافى الربح}}{\text{رأس المال الثابت}} = \frac{67\,000}{200\,000} = 33{,}5\ \%$$

٤ ــ معدل العائد على راس المال المستثمر :ــ

$$\frac{\text{صافى الربح}}{\text{رأس المال المستثمر}} = \frac{67\,000}{390000} = 17{,}2\ \%$$

* ويلاحظ أن معدل العائد على رأس المال المستثمر أعلى من معدلات الفائدة السائدة فى السوق التى تتراوح بين ١٠ ٪ ، ١٢ ٪ .

الفصل السابع

تحليل مصادر الأموال واستخداماتها فى المنظمة

بعد الدراسة التحليلية لكل من السيولة والربحية فى الفصلين السابقين ، نبدأ فى هذا الفصل تحليل مصادر واستخدام الأموال فى المنظمة ، حيث يتم فى البداية تحليل المصادر ثم بعد ذلك يتم تحليل الاستخدامات .

أولا : تحليل مصادر المنظمة (هيكل التمويل) :

تستهدف عملية تحليل مصادر التمويل فى المنظمة تحديد نصيب كل مصدر من المصادر التى سبق ذكرها فى تمويل أنشطة المنظمة ، فقد سبق ذكرها فى تقسيم مصادر التمويل للمنظمة طبقا لطريقة استخدام الأموال الى :-

- مصادر التمويل طويل الأجل .
- مصادر التمويل متوسط الأجل .
- مصادر التمويل قصير الأجل .

كذلك تم تقسيم المصادر الى :-

- مصادر التمويل من داخل المنظمة (الملكية) .
- مصادر التمويل من خارج المنظمة (الدائنين) .

لكن لأغراض التحليل المالى يمكن دمج التقسيمين السابقين فى تقسيم واحد ، حيث يتم تقسيم مصادر التمويل الى :ـ

١ ـ مصادر التمويل الداخلية متمثلة فى رأس المال المملوك

٢ ـ مصادر التمويل الخارجية قصيرة الأجل متمثلة فى الخصوم المتداولة .

٣ ـ مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل متمثلة فى الخصوم طويلة الأجل .

* ويلاحظ من التقسيم السابق أن أساس التحليل المالى لهيكل التمويل فى المنظمة يعتمد على تحديد مصادر التمويل الداخلى ومصادر التمويل الخارجى ، ذلك لأنه من الضرورى أن تحقق السياسات التمويلية التى تتبعها المنظمة نوع من التوازن بين مصادر التمويل الداخلى ومصادر التمويل الخارجى بحيث يكون التمويل الخارجى فى حدود قدرة المنظمة على السداد وقدرتها على الوفاء بالتزامات الدين .

* كذلك يستلزم الاعتماد على مصادر التمويل الخارجى أن يغطى العائد الناتج من استثمار الدين الفائدة المستحقة عليه ، فمن غير المعقول أن تقترض المنظمة دينا خارجيا يحقق عائدا قدرة عشرة آلاف جنية وتكون الفائدة المستحقة علية خمسة عشر ألف جنية .

المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل هيكل التمويل في المنظمة :ـ

* تستهدف هذه المؤشرات قياس مدى مشاركة أصحاب المنظمة ومدى مشاركة الدائنين في تمويل أنشطة المنظمة

ويطلق على هذه المؤشرات ، مؤشرات الملكية والمديونية ، وهي تمثل اهمية كبيرة لكل من الدائنين واصحاب المنظمة لأسباب كثيرة من أهمها :ـ

١ ـ يهتم دائني المنظمة أن يكون لها رأس مال مملوك كبير يزيد عن حجم الديون ، يعتبر عامل أمان لهم يمكن استرداد أموالهم منه عند تعرض المنظمة للانهيار فاذا كانت الديون المستحقة على المنظمة أكبر من حقوق الملكية ، فان ذلك يعني أن الدائنون يتحملون مخاطر أكبر من المخاطر التي يتحملها أصحاب رأس المال في المنظمة ، لذلك يجب أن يكون الحد الأدنى للتوزيع النسبي بين الدائنين وحقوق الملكية المساواة ، بحيث تكون النسبة ١ : ١ ، وكلما زاد نصيب حقوق الملكية عن نصيب الدائنين كلما كانت المنظمة في وضع أفضل ، وهذا يشجع الدائنين على منح ائتمان أكبر .

٢ ـ يهتم أصحاب رأس المال فى المنظمة أن يتم تمويل جزء من أنشطتها بالتمويل الخارجى لأن ذلك قد يؤدى الى زيادة العائد على رؤوس أموالهم اذا كان العائد على استثمار الديون اعلى من الفوائد المستحقة عليها .

* فعلى سبيل المثال لو افترضنا ان الفوائد المعطاة على الأموال المقترضة ١٣ ٪ وان العائد الذى حققته المنظمة ٢٠ ٪ .
فمعنى ذلك أن هناك ٧ ٪ تمثل زيادة تعود الى أصحاب رأس المال فى المنظمة .

* ومن أهم المؤشرات المالية المستخدمة فى تحليل هيكل التمويل فى المنظمة ما يلى :ـ

١ ـ نسبة الخصوم المتداولة الى حق الملكية :ـ

يتم حساب هذه النسبة بقسمة الخصوم المتداولة على حق الملكية .

* وتشمل حقوق الملكية فى المنظمة :ـ

- رأس المال .
- فائض رأس المال .
- الأرباح غير الموزعة .
- الاحتياطيات .

وتكون النسبة كما يلى :ـ

$$\frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{حق الملكية}}$$

فعلى فرض أن اجمالى الخصوم المتداولة فى احدى المنظمات قد بلغ ٢٠٠ ٠٠٠ جنية ، بينما كانت حقوق الملكية ٨٠٠ ٠٠٠ جنية ، ففى هذه الحالة تكون النسبة كالآتى :ـ

$$\frac{٢٠٠\ ٠٠٠}{٨٠٠\ ٠٠٠} = ٢٥\ \%$$

ويلاحظ أنه كلما انخفضت هذه النسبة كلما كانت المنظمة فى وضع أفضل ، فالدائنون يرغبون دائما أن تكون حقوق الملكية كبيرة لأنه كلما كانت حقوق الملكية كبيرة والديون صغيرة كلما زاد ضمان الدائنين والعكس صحيح .

فالمنظمة التى تبلغ فيها حقوق الملكية ضعف الدائنين تقدم ضمانا اكبر للدائنين من المنظمة التى تتساوى فيها حقوق الملكية مع الدائنين .

٢ ـ نسبة اجمالى الديون الى حق الملكية :ـ

يعاب على النسبه السابقة والخاصة بقسمة الخصوم المتداولة على حق الملكية أنها قد لاتعطى مؤشرا حقيقيا اذا كانت

الديون قصيرة الأجل صغيرة ، والديون طويلة الأجل ضخمة ، لذلك تم معالجة هذا الأمر باستخدام نسبة اجمالى الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل الى حق الملكية .

* وبذلك تكون نسبة الديون كما يلى :ـ

$$= \frac{\text{اجمالى الديون}}{\text{حق الملكية}}$$

فعلى سبيل المثال لو افترضنا أن اجمالى الديون (طويلة الاجل وقصيرة الاجل) فى منظمة ما ٠٠٠ر ١٠٠ ، جنية ، وأن ما فى حق الملكية ٠٠٠ر ٢٠٠ جنية ، ففى هذه الحالة تكون نسبة الديون ٥٠ ٪

* ومن البديهى أنه كلما انخفضت هذه النسبة كلما كانت المنظمة فى وضع أفضل .

٢ ـ نسبة اجمالى الديون الى اجمالى الأصول :ـ

يستخدم المحلل المالى هذه النسبة لدراسة دائنية المنظمة ، ويتم حساب نسبة الديون بقسمة اجمالى الديون التى على المنظمة الى اجمالى الاصول :ـ

$$\text{نسبة الديون} = \frac{\text{اجمالى الديون}}{\text{اجمالى الاصول}}$$

فلو بلغ اجمالى الديون فى احدى المنظمات ٠٠٠ ٣٥٠، جنية ، بينما بلغ اجمالى الاصول ٠٠٠ ١٠٠ جنيه ، تكـــون نسبة الديون ٣٥ %

وتقيس هذه النسبة مقدار الاموال التى قدمها الدائنون الى اجمالى الاموال المستثمرة فى المنظمة ، ويسعى الدائنون دائما الى أن تكون هذه النسبة منخفضة لأن معدل الامـــان على أموالهم يزداد كلما انخفضت هذه النسبة .

ثانيا : تحليل كفاءة استخدام الأموال فى المنظمة :-

يعتمد نجاح كثير من المنظمات أو فشلها على كفاءة استخدام الاموال بها ، فادارة المنظمة التى تستثمر أموالها بكفاءة عالية لاشك أنها ادارة ناجحة .

ورأس المال فى أى منظمة ينقسم الى رأس المال العامل ورأس المال الثابت .

* لذا نوضح فيما يلى كفاءة استخدام أموال المنظمة فى كل نوع منهما :-

أ - تحليل كفاءة استخدام رأس المال العامل فى المنظمة:

هناك العديد من المؤشرات المالية التى يمكن استخدامها فى قياس كفاءة استخدام رأس المال العامل فى المنظمة ، من أهم هذه المؤشرات ما يلى :-

١ - معدل دوران رأس المال العامل .

٢ - معدل دوران المخزون السلعى .

٣ - متوسط فترة التحصيل .

١ ـ معدل دوران رأس المال العامل :ـ

يعتبر معدل دوران رأس المال العامل من المؤشرات المستخدمة فى قياس كفاءة استخدام رأس المال العامل فى المنظمة ، ويتم حساب معدل دوران رأس المال العامل بقسمة صافى المبيعات على صافى راس المال العامل كما هو موضح بالمعادلة التالية :ـ

$$\text{معدل دوران رأس المال العامل} = \frac{\text{صافى المبيعات}}{\text{صافى راس المال العامل}}$$

* فعلى سبيل المثال لو افترضنا ان صافى رأس المال العامل قدرة : ١٠٠ ٠٠٠ جنية ، وصافى المبيعات هو ٦٠٠ ٠٠٠ جنيه ، فان معدل دوران رأس المال العامل يكون :ـ

$$= \frac{600\ 000}{100\ 000} = \text{٦ مرات .}$$

* وهذا يعنى ان الجنية الواحد من رأس المال العامل يحقق ستة جنيهات مبيعات .

ومن الواجب مقارنة هذا المعدل مع المعدل السائد فى الصناعة أو المعدل المحقق فى المنظمات المماثلة لمعرفة ما اذا كان هذا المعدل مرتفع أو منخفض .

٢ ـ معدل دوران المخزون :ـ

* يعتبر حجم المخزون السلعى من العناصر الهامة التى تدخل فى اطار التحليل المالى ، ذلك لأنه من الضرورى أنه يكون حجم المخزون بمقدار معين بحيث يحقق شرطين أساسين هما :ـ

١ ـ لايكون هناك استثمارات عاطلة ، نظرا لأن زيادة حجم المخزون عن حد معين يؤدى الى وجود رأس مال عاطل لاتستفيد منه المنظمة ، وهذا يحملها خسائر معينة بمقدار العائد على رأس المال المستثمر فى المخزون الزائد عن الحد .

٢ ـ حجم المخزون السلعى يكفى لاستمرار عمليات الانتاج والتوزيع دون توقف لأن توقف عليمات الانتاج أو التوزيع قد يحمل المنظمة خسائر كبيرة .

* والمخزون السلعى أو البضاعة يعتبر من أهم عناصر رأس المال العامل لذلك يهمنا دراسة الاستثمار فى هذا العنصر والتعرف على مدى كفاءة المنظمة فى ادارة هذا الجزء من الاستثمارات .

ومن أهم المؤشرات الدالة على كفاءة الاستثمار فى المخزون السلعى " معدل دوران المخزون " الذى يتم حسابة

بقسمة صافي المبيعات على متوسط المخزون السلعي
كما هو موضح بالمعادلة التالية :ـ

$$\text{* معدل دوران المخزون} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط المخزون السلعي}}$$

فلو افترضنا أن صافي المبيعات ٠٠٠ ٢٥٠ جنية ، وأن متوسط المخزون ٠٠٠ ٢٥ جنيه ، يكون معدل دوران المخزون يساوي :ـ

$$\frac{٢٥٠\ ٠٠٠}{٢٥\ ٠٠٠} = \text{١٠ مرة .}$$

* ومن البديهي معرفة أنه كلما زاد معدل دوران المخزون كلما كان ذلك أفضل للمنظمة ما لذلك يجب مقارنة هذا المعدل مع المعدلات التي حققتها المنظمات المماثلة لتحديد ما اذا كان هذا المعدل مرتفع أو منخفض .

* وبصفه عامة يمكن زيادة معدل دوران المخزون باحدى الطرق الثلاث التالية :ـ

١ ـ خفض حجم المخزون السلعي مع ثبات حجم المبيعات .

٢ ـ زيادة حجم المبيعات مع ثبات حجم المخزون السلعي .

٣ ـ زيادة حجم المبيعات وخفض حجم المخزون السلعي .

ويرتبط بمعدل دوران المخزون السلعى حساب فترة التخزين وذلك بقسمة عدد أيام السنه على معدل دوران المخزون .

أى إن :-

$$\text{فترة التخزين} = \frac{\text{٣٦٠ يوم (عدد أيام السنة)}}{\text{معدل دوران المخزون السلعى}}$$

* ففى المثال السابق الذكر والخاص بحساب معدل دوران المخزون السلعى يمكن حساب فترة التخزين كالآتى :-

$$\text{فترة التخزين} = \frac{٣٦٠}{١٠} = \text{٣٦ يوم .}$$

٣ ـ متوسط فترة التحصيل :ـ

يعتبر مؤشر متوسط فترة التحصيل من المؤشرات الهامة التى تقيس كفاءة استخدام احد الأجزاء الهامة من رأس المال العامل فى المنظمة ، فهو يقيس الفترة التى تمر على الحسابات المدينة لكى يتم تحصيلها .

* وهناك عدة طرق لحساب متوسط فترة التحصيل نذكر منها الطريقة التالية :ـ

أ يتم حساب متوسط المبيعات الآجلة اليومية بقسمة اجمالى المبيعات الآجلة فى السنه على ٣٦٠ يوم (عدد أيام السنة) .

$$\text{متوسط المبيعات الآجلة اليومية} = \frac{\text{اجمالى المبيعات الآجلة}}{٣٦٠}$$

ب ـ يتم حساب فترة التحصيل بقسمة الحسابات المدينة على متوسط المبيعات الآجلة فى اليوم :ـ

اى أن :ـ

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{المدينون}}{\text{الحسابات الآجلة اليومية}}$$

* فعلى سبيل المثال اذا كان اجمالى المبيعات الآجلة

فى السنة ٠٠٠ ٧٢٠٠ جنيها واجمالى الحسابات المدينة ٠٠٠ ٦٠٠ جنيها ، تكون متوسط فترة التحصيل كما يلى :ـ

١ ـ متوسط المبيعات الاجلة فى اليوم = $\frac{٧٢٠٠\ ٠٠٠}{٣٦٠}$

= ٢٠٠٠٠ جنيه

٢ ـ متوسط فترة التحصيل = $\frac{٦٠٠\ ٠٠٠}{٢٠\ ٠٠٠}$

= ٣٠ يوم

* ويمكن اجمال الخطوتين السابقتين لحساب متوسط فترة التحصيل فى خطوة واحدة تكون كما يلى :ـ

متوسط فترة التحصيل = $\frac{\text{المدينون} \times \text{عدد أيام السنة}}{\text{اجمالى المبيعات الآجلة السنوية}}$

* ففى المثال السابق تكون متوسط فترة التحصيل :ـ

= $\frac{٣٦٠ \times ٦٠٠\ ٠٠٠}{٧٢٠٠\ ٠٠٠}$ = ٣٠ يوم .

ب ـ كفاءة استخدام رأس المال الثابت فى المنظمة :ـ

* هناك عدة مؤشرات يمكن بها قياس كفاءة استخدام رأس المال الثابت ، من أهم هذه المؤشرات ، معدل دوران الاصول الثابتة :ـ

معدل دوران الأصول الثابتة :ـ

سبق تعريف الأصول الثابتة بأنها الأصول التى لايمكن تحويلها الى نقدية بسهولة من خلال العمليات العادية للمنظمة فهى لاتخضع للتداول أو البيع أو الشراء ، لذلك يطلق لفظ ثابتة ، كالأراضى والمبانى والآلات وغيرها .

ويستخدم معدل دوران الاصول الثابتة فى قياس مدى استخدام الأصول الثابتة لأقصى طاقة لها .

ويتم حساب معدل دوران الاصول الثابتة بقسمة المبيعات على الاصول الثابتة ، أى أن :ـ

$$\text{معدل دوران الاصول الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الاصول الثابتة}}$$

* فاذا كانت الاصول الثابتة قيمتها ٥ مليون جنيه والمبيعات السنويه ٢,٥ مليون جنيه يكون معدل دوران الاصول الثابتة يساوى :ـ

$$= \frac{٥٠٠٠٠٠٠}{٢٥٠\ ٠٠٠} = ٢ \text{ مرة}$$

وهذا يعنى أن كل جنيه من الاصول الثابتة قد حقق ٢ ، جنية مبيعات ، ويمكن مقارنة هذا المعدل مع المعدل السائد فى الصناعة ، لمعرفة ما اذا كان هذا المعدل مرتفع أو منخفض

فان كان مرتفعا فهذا يشير الى أنه يمكن للمنظمة عمل توسعات جديدة فى الاصول الثابتة ، لأن الاصول الحالية تعمل بكامل طاقتها ،

أما اذا كان معدل دوران الاصول الثابتة منخفضا فى المنظمة عن المعدل السائد فى الصناعة فهذا يشير الى أن المنظمة ليست فى حاجة الى عمل توسعات جديدة فى الاصول الثابتة ، وانما من الواجب عليها استثمار الأصول الثابتة الحالية واستغلالها بطاقتها القصوى ٠

الفصل الثامن

أساليب ومصادر التمويل الداخلى « الذاتى »

الفصل التاسع

أساليب ومصادر التمويل الخارجى

الفصل الثامن

أساليب ومصادر التمويل الداخلى

« الذاتى »

أساليب ومصادر التمويل الداخلي (الذاتى) فى منشآت الأعمال

١ - مقدمة :

يتناول هذا الفصل بالتحليل أساليب التمويل الداخلية فى منشآت الأعمال وهي تعتبر أيضا مصادر تمويل ذاتية . أى أنها تأتي ويتم الحصول عليها من خلال المشروع نفسه .

ويهدف هذا الفصل إلي تحديد وتصنيف أساليب التمويل الداخلي في المشروع وبيان مالها وما عليها وتحديد تكلفة هذه المصادر واثارها .

ويمكن القول أن معظم عمليات التمويل الداخلى تقوم على أساس إحتجاز جزء من الإيرادات التي يحققها المشروع تحت مسميات مختلفة مثل: الأرباح المحتجزة ، الأرباح المرحلة ، الإحتياطيات القانونية ، الإحتياطيات العامة ، الإحتياطيات السرية Hidden Reserves ، والإحتياطيات الأخري ، والمخصصات بأنواعها المختلفة . كما أن الجزء الآخر من مصادر التمويل الداخلى يتكون من عمليات بيع الأصول مثل بيع حسابات القبض Factoring ، أو الأصول المالية مثل بيع الأوراق المالية التى يملكها المشروع وهي أصول يسهل تحويلها إلي نقدية فى الأجل القصير ودون خسائر تذكر وقد تجلب أرباحا رأسمالية على المشروع ، أو بيع بعض الأصول الثابتة غير المستغلة أو غير المستخدمة بشكل جيد .

إن المشروعات المختلفة التى ترغب في النمو والإزدهار والتقدم بل والبقاء فى دنيا الأعمال ، تجد أن من أسهل الطرق للحصول على الأموال

اللازمة لذلك التقدم والنمو التنافسى هو الإحتفاظ بجزء من إيرادات المنشأة كل عام لتمويل التوسع فى الأصول المختلفة بدلا من اللجوء إلي مصادر أخري للتمويل مثل زيادة إصدارات الأسهم والسندات أو اللجوء إلى الإئتمان التجارى والإئتمان المصرفى أو حتى ما يسمي بالتأجير التمويلي " Leasing ".

ويمكن القول أن التمويل الداخلى (الذاتي) يتصف بالعديد من المزايا بالنسبة للمشروع ، وأهم هذه المزايا هو أنه يعتبر أفضل من غيره من مصادر التمويل الأخري نظرا لأنه يحفظ للإدارة المالية للمنشأة رقابتها وإشرافها على أعمال المشروع دون تدخل خارجي مثلما يحدث عند إصدار أسهم جديدة أو فتح الباب لشركاء جدد يتدخلون في إدارة المنشأة . وهناك ميزة أخري هامة للتمويل الداخلى وهى ولو أن الإقتراض من الغير لا يثير أى مشاكل من ناحية التدخل فى إدارة المنشأة إلا أن ذلك يجعل المنشأة ملتزمة دائما بتحمل أعباء فوائد ثابتة مما يجعل المشروع يواجه مشاكل عدم القدرة علي الدفع في وقت ما أو عند الإستحقاق (مخاطر السيولة) . وفي هذه الحالة فإنه لا سبيل أمام المنشأة إلا الإعتماد علي التمويل الداخلى أو الذاتى عن طريق إحتجاز جزء من إيرادات المشروع . والميزة الثالثة للتمويل الداخلى تكمن في أنه يوفر علي المشروع الكثير من الجهد والمال الذي يجب أن ينفقه من أجل الحصول علي الأموال من مصادر خارجية (مثل عمولات البنوك ومصاريف الحملة الاعلانية والأتعاب الأخري وخلافه) .

٢ - المقصود بأساليب ومصادر التمويل الداخلية :

إن مصادر التمويل الداخلية (أو الذاتية) يمكن أن تتحدد كما يلى

١ - ما يترتب على سياسة توزيع الأرباح من تحديد لقيمة أو نسبة الفائض المحتجز كأرباح محتجزة أو مرحلة .

٢ - الإحتياطيات المحتجزة من صافي الأرباح بجميع أشكالها (القانونية ، والنظامية ، والعامة ، والأخرى) .

٣ - تكوينات الإحتياطيات السرية Hidden Reserves ، وسوف نقوم بشرح تفصيلي لهذه النقطة بالذات والتى لم يشار إليها كثيرا في مراجع التمويل .

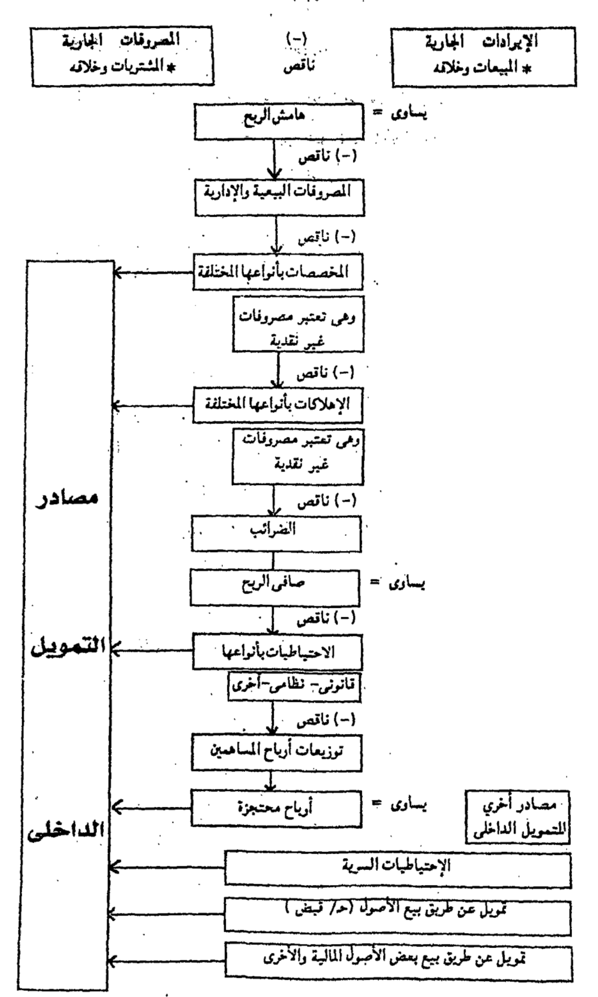
٤ - مجمع الإهلاكات المرتبطة بالأصول الثابتة بجميع أنواعها .

٥ - المخصصات بأنواعها المختلفة .

٦ - التمويل عن طريق بيع حسابات القبض Factoring .

٧ - التمويل عن طريق بيع بعض الأصول المالية مثل محفظة الأوراق المالية المملوكة للمشروع أو بيع بعض الأصول الثابتة غير المستغلة أو غير المستخدمة بشكل جيد .

٣ - شكل توضيحي يبين أساليب ومصادر التمويل الداخلي في المشروع :


الإيرادات الجارية
* المبيعات وخلافه
(-)
ناقص
المصروفات الجارية
* المشتريات وخلافه
يساوى =
هامش الربح
(-) ناقص
المصروفات البيعية والإدارية
(-) ناقص
المخصصات بأنواعها المختلفة
وهى تعتبر مصروفات غير نقدية
(-) ناقص
الإهلاكات بأنواعها المختلفة
وهى تعتبر مصروفات غير نقدية
(-) ناقص
الضرائب
يساوى =
صافى الربح
(-) ناقص
الاحتياطيات بأنواعها
قانونى- نظامى-أخرى
(-) ناقص
توزيعات أرباح المساهمين
يساوى =
أرباح محتجزة
مصادر أخري للتمويل الداخلى
الإحتياطيات السرية
تمويل عن طريق بيع الأصول (حـ/ قبض)
تمويل عن طريق بيع بعض الأصول المالية والأخرى
مصادر
التمويل
الداخلى

٤ - الأرباح المحتجزة وسياسة توزيع الأرباح :

إن سياسة توزيع الأرباح تعتبر أحد العناصر الرئيسية التي تؤثر على تحديد قيمة الفائض المحتجز فى شكل احتياطات وأرباح مرحلة كأهم مصادر التمويل الذاتي الداخلى ، وذلك لأن سياسة توزيع الأرباح تعبر عن القرار الخاص بالتصرف فى صافى الربح بعد الضرائب - الفائض القابل للتوزيع - لتحديد الفائض الموزع والفائض المحتجز .

وتتأثر سياسة توزيع الأرباح بمدي احتياجات الشركة لتمويل عملياتها الاستثمارية والجارية ، وأثر الفائض المحتجز على إرتفاع أو إنخفاض نسبة المديونية ونسبة الديون لحق الملكية وما يترتب عليهما من مخاطر مالية ومخاطر أعمال تحدث درجة من الإختلال فى هيكل التمويل ، كما تتأثر بمقدار الربح المتحقق سنويا من عمليات الشركة الجارية ومعدل النمو فيها ، وأثر كل ذلك علي معدل العائد على الإستثمار وتعظيم حقوق المساهمين وقيمة الأسهم فى بورصة الأوراق المالية ، وعلى تدبير احتياجات الشركة المالية لتمويل الخطة الاستثمارية للشركة والتى تتعلق بتكوين الأصول الثابتة . ويضاف لما سبق القواعد القانونية التى ينص عليها نظام الشركة الأساسى أو القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بالنسبة لشركات قطاع الأعمال العام ، وهذه القواعد تحدد أسلوب توزيع الفائض القابل للتوزيع علي العاملين والمساهمين وأعضاء مجلس الإدارة ونسب تكوين الاحتياطيات المختلفة سواء كان احتياطى قانونى ونظامى واحتياطيات أخري والتي تمثل فى مجموعها الفاذض المحتجز . كما تتأثر سياسة توزيع الأرباح بمركز السيولة فى الشركة ، وبالشروط التعاقدية بين الشركة ومؤسسات التمويل والتي قد ينص فيها على ألا تقل نسبة الأرباح المحتجزة عن نسبة معينة

لتوفير الحماية للدائنين ، كما أنه كلما زاد معدل نمو وتوسع الشركة فى نشاطها كلما زادت الحاجة إلى زيادة نسبة الفائض المحتجز ، ويترتب على رغبة الإدارة في زيادة القيمة السوقية لأسهمها فى السوق المالى توزيع نسبة كبيرة من الأرباح على المساهمين حتي تزداد ثقتهم فى الشركة .

ونظرا لتعدد العوامل المؤثرة فى سياسة توزيع الأرباح ، يوجد أمام إدارة الشركة العديد من السياسات البديلة لبعضها البعض التى تتبع فى هذا المجال وهى :

١ - سياسة توزيع أقل نسبة من الفائض القابل للتوزيع لاستثمار أكبر قدر من الأرباح كفائض محتجز في الشركة ، حتي تتمكن من تدعيم مصادر التمويل الذاتية طويلة الأجل ، وتوفير السيولة المالية ، وزيادة قدرة الشركة ومرونتها على تغيير نسبة الفائض الموزع من سنة لأخرى فى ضوء الخطة الاستثمارية واحتياجاتها التمويلية ، الأمر الذى يساعد على استقرار هذه السياسة فى الأجل الطويل .

٢ - سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت لكل سهم كعائد عليه ، ولا يتم زيادة هذا العائد إلا مع تأكد الإدارة من تحقيق أرباح مرتفعة فى المستقبل.

٣ - سياسة تحديد نسبة ثابتة للفائض الموزع والمحتجز من الفائض القابل للتوزيع ، وتتأثر قيمة كل منهما سنويا بقيمة الأرباح المحققة في كل سنة ، وتتفق هذه السياسة مع القواعد القانونية المنظمة لتوزيع الفائض القابل للتوزيع وفق قواعد ثابتة لا تتغير .

٤ - سياسة توزيع نسبة صغيرة من الفائض الموزع على مستحقيه كل ثلاثة أو أربعة شهور ، وهذه لا تصلح إلا للشركات التى تواجه أزمات فى

السيولة ، أو بعدم استقرار في الأرباح المحققة سنويا . وبشكل عام فإن هناك مجموعة من العوامل التى تؤخذ فى الاعتبار عند تقدير سياسة توزيع الأرباح ، ومن أهم هذه العوامل ما يلى :

١ - العلاقة بين توزيعات وصافي الأرباح المحققة .

٢ - الرغبة فى إعادة استثمار الأرباح ، حيث تمثل الأرباح المحققة مصدرا هاما من مصادر تمويل الشركات ، فقد تكون مصلحة المشروع فى إعادة استثمار أرباحه . ومن أهم العوامل التى تدعو للإحتفاظ بجزء من الأرباح داخل المشروع الحاجة إلى النمو والرغبة في تجنب مصادر التمويل الخارجي .

٣ - أثر توزيعات الأرباح على المركز الاستثمارى للشركة .

٤ - أثر توزيعات الأرباح على المركز المالى ودرجة السيولة بالشركة.

٥ - عوامل أخرى .

٥ - الإحتياطيات المحتجزة من صافي الأرباح بجميع أنواعها :

من أهم عناصر التمويل الداخلى هو تكوين الإحتياطيات بأنواعها المختلفة والتى تتحدد قيمتها فى ضوء نسبة وقيمة الفائض المحتجز سنويا من صافي الأرباح على ضوء القواعد المنظمة لهذه الإحتياطيات والتي تنقسم إلي : إحتياطيات قانونية ، إحتياطيات نظامية ، وإحتياطيات عامة، وإحتياطيات أخرى لمواجهة أية مخاطر غير متوقعة مستقبلا .

٦ - تكوينات الإحتياطيات السرية Hidden Reserves :

وهي تعتبر مصدرا هاما جدا من مصادر التمويل الداخلى وتدعيم

المركز المالى للمشروع خصوصا فى السوق المالى .

يشيع استخدام هذه الطريقة كمصدر هام من مصادر التمويل الداخلي فى بعض الدول الأوربية - مثل سويسرا على وجه الخصوص - حيث يسمح المشروع بتكوين هذه الاحتياطيات بعد الإتفاق مع المؤسسة الضريبية لتسوية ما تم خصمه بالمغالاة من حـ/الأرباح والخسائر لتكوين هذا النوع من الاحتياطيات ويجب أن يكون واضحا من اسم هذا الإحتياطى أنه سرى أى أنه لا يظهر إطلاقا تحت أى مسمى بحسابات الأرباح والخسائر أو الميزانيات العمومية للمشروعات ، حيث يعرف هذا الإحتياطى بأنه :

" By undervaluing assets or overvaluing Liabilities , a hidden reserve is created, that is, the surplus amount thus created is not apperent from an examination of a financial statement " .

وهذا يعنى أن الاحتياطى يتم تكوينه عن طريق إعادة تقييم الأصول بأقل من قيمتها الحقيقية أو السوقية ، أو عن طريق إعادة تقويم بعض عناصر الخصوم بأكثر من قيمتها الحقيقة . وبالطبع فإن قيمة هذا الإحتياطى السرى لا تظهر أبدا فى أى قائمة من القوائم المالية . ولا يمكن معرفة قيمة هذا الإحتياطى السرى إلا عند بيع أحد عناصر الأصول التى كان قد تم إعادة تقويمها بأقل من قيمتها الحقيقة حيث يظهر هذا الاحتياطى فى شكل أرباح بيع هذه الأصول - ورغم أن هذه الطريقة في تكوين الاحتياطيات السرية قد تجور على مبدأ الشفافية فى المحاسبة ، إلا أن القانون يشجع ذلك فى الدول التى تسمح بتكوين هذه الاحتياطيات حيث يسمح أيضا بالمغالاة فى تقدير قيمة الإهلاكات والمخصصات لتكوين هذا

الاحتياطى السرى .

إن هذا النوع من مصادر التمويل الداخلي يسمح بتدعيم المركز المالى للمشروعات فى الأسواق المالية ليرفع من قيمة أسهمها ويقوي مراكزها الإئتمانية وقدرة هذه المشروعات على الاقتراض بما يسمح بتدعيم ربحية هذه المشروعات أيضا خصوصا إذا كان معدل الفائدة على الاستثمار فيها يزيد على معدل الفائدة على الديون حيث يؤدى ذلك إلى زيادة الأرباح على حقوق الملكية بما يزيد من أسعار الأسهم فى الأسواق المالية .

ومثلما يمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة بكل أنواعها كتكلفة فرصة بديلة ...... يمكن أيضا حساب تكلفة الاحتياطيات السرية ......

٧ - المخصصات ومجمع الاهلاكات بأنواعها المختلفة :

إن المخصصات ومجمع الإهلاكات تعتبر أحد عناصر الخصوم المتداولة ومصدرا من مصادر التمويل الداخلى يتم إعادة استثمارها فى عمليات المشروع الجارية وعمليات نموه . ويتم تحميل قيمة المخصصات والإهلاكات على حساب الأرباح والخسائر للمشروع وهى لا تعتبر مصروفات نقدية (أى لا يترتب عليها مدفوعات نقدية للغير) ولكنها تستقطع بموجب قرار من إدارة المشروع ويتم خصمها من الإيرادات الجارية للمشروع قبل الوصول إلى رقم صافي الربح قبل الفوائد والضرائب . ويتم تكوين المخصصات لمواجهة أغراض محددة بذاتها وفق قواعد ثابتة وكذلك الحال بالنسبة للإحتياطيات بأنواعها المختلفة وهما يعتبران مصدرا من مصادر التمويل الداخلى الذى قد يستخدم لتمويل عمليات التجديد والإحلال للأصول الثابتة ، أو لأغراض أخرى كإرتفاع أسعا الأصول .

٨ - تكلفة التمويل الداخلي (الذاتى) :

مثل كل الأموال المستخدمة بواسطة المشروع ، فإن التمويل الداخلى (الذاتى) له أيضا تكلفة . إن هذه التكلفة ليست سهلة فى قياسها بطريقة محددة ، وأن هذه المشكلة كانت مسار جدل عميق للنظريين . إننا لا نرغب في الدخول في هذه المناقشات الحامية الوطيس والتى تتطلب فى بعض الأحيان الدخول إلى الطرق الرياضية للاقتصاد القياسى بأكثر من الإدارة المالية . إننا سوف نركز ببساطة أكثر على جانبين إثنين هامين للمشكلة الخاصة بتكلفة التمويل الداخلى وسوف نواجه بالتتابع الجانب الضريبى والجانب الاقتصادى للمشكلة .

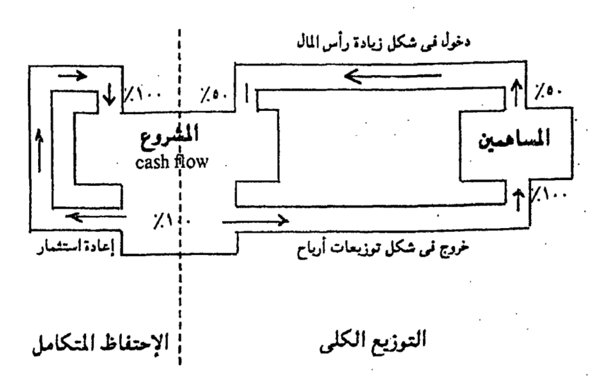
(١) الجانب الضريبى :

في كل الدول ، نجد أن التمويل الداخلي ينتفع بمعاملة ضريبية خاصة في الحقيقة . إن جزءا من التمويل الداخلى يعتبر بالكامل معفيا من الضرائب المباشرة . إن هذه الخاصية الهامة تميز كثيرا التمويل الداخلي بالمقارنة بزيادة رأس المال .

وفي الحقيقة ، فإذا كان التمويل الداخلي يعتبر قابلا للخصم من الأرباح الخاضعة للضريبة ، فإنه يشكل بالنسبة للمشروع الوسيلة للتمويل الخاص بالمشروع والأقل تكلفة . أكثر من ذلك وفي الحدود التى يوجد فيها خضوع مزدوج ، فإن أصحاب المصلحة الذين لا يحصلون على توزيعات أرباح أكثر ويتركون المشروع يقوم بإعادة إستثمار هذه الأرباح (يلاحظ أن هذا الإتجاه قويا فى بلد مثل ألمانيا ، حيث تقوم الخزانة بفرض ضرائب أكثر ثقلا فى المشروع ، الأرباح غير الموزعة ، والتى تكون قد تم تحويلها تحت شكل أرباح موزعة) . إن المالكين إذن يكون لهم ميزة بشكل عام فيما

يقوم به المشروع من تمويل داخلي ذاتي .

إن الإعفاء أو التخفيف الضريبي لجزء من التمويل الذاتى من جهة ، والخضوع الضريبى المزدوج لتوزيعات الأرباح من جهة أخري ، يعتبران دوافع كبيرة للتمويل الداخلى الذاتي . فإذا قام المشروع بعدم تمويل نفسه ذاتيا وقام بتوزيع كل التدفقات الصافية للنقدية المنشأة بواسطة الإستغلال التجارى ، فإنه لن يتبقي له غير زيادة رأس المال كوسيلة من وسائل التمويل . وكما يظهر من الشكل التوضيحي التالى فإن التكلفة سوف تكون باهظة جدا :



إن هذا الرسم التوضيحي ، المبسط جدا ، يشير إلى أن التوزيع المتكامل للتمويل الداخلي يؤدي إلى ضياع وفقدان جزء هام من الأموال ، وأن هذا الضياع يعتبر راجعا بوجه خاص إلى الضريبة التى تفرض على دخل المساهمين ، وإلى الرسوم والمصاريف التى تـ[illegible] إليها كل عملية زيادة

لرأس المال وإلى الفرق بالنسبة للنقدية . ان النتيجة تعتبر إذن بديهية " إن العامل الضريبي يحفز بقوة المشروعات - وخصوصا الأشخاص الإعتباريون - علي التمويل الداخلي ، وذلك لسببين إثنين :

- التمويل الداخلي وذلك فى الحدود التى يعتبر فيها مخففا للضرائب على الأرباح ، وهو يعتبر أقل تكلفة بالمقارنة بكل الأشكال الأخرى للتمويل الخاص (زيادة رأس المال ، والتمويل الداخلي المحسوب عليه ضرائب مثل الأرباح) .

- ان التمويل الداخلي ، سواء كان محسوبا عليه ضرائب أم لا مثل الأرباح ، يتدارك ويتفادي كل فقدان الأموال التى يؤدي إليها توزيعات الأرباح .

(٢) الجانب الإقتصادى :

لقد رأينا أن المشكلة الكبري التى نشأت بواسطة التمويل الداخلي لم تتكون عن طريق إحتجاز الأموال - والتي تعتبر عملية بسيطة جدا - ولكنها على الأصح تكونت بواسطة إعادة تخصيصها . إن هذا فى الحقيقة يعتبر إعادة إستثمار ، وهو وحده ، هو الذى سوف يسمح للمشروع بتأمين بقاءه ومثل كل الأموال التي تأتي من مصادر أخري - القروض ، زيادات رأس المال ، إلخ - ، فإن الأموال الآتية عن طريق التمويل الداخلي يجب إذن أن تكون مستثمرة بطريقة مناسبة .

وقبل الدخول فى صميم الموضوع ، فإنه يجب أن نؤكد بقوة أنه من الخطأ الجذري أن نربط بطريقة نظامية كل مشروع استثمار بنمط تمويله وأن يتخذ القرارالنهائى تبعا لتكلفة هذا التمويل الخاص به .

إن مثل هذا النمط للعمل يمكن في الحقيقة أن يؤدي إلى قرار غير رشيد من النوع التالي : قبول المشروع (أ) والتى تكون ربحيته بمعدل ٩٪ لأنه سوف يتم تمويله بواسطة قرض تكلفته ٨٪ مع رفض المشروع (ب) فى نفس الوقت والتى تعتبر ربحيته ١٤٪ لأن هذا المشروع سوف يتم تمويله عن طريق زيادة رأس المال التي تكون تكلفتها ١٨٪ . وتحت نفس الحجة أن التمويل الذاتي والذي لا يؤدى إلى أى تكلفة ، فإن مثل هذه العملية للقرار تبرهن على أن التخصيص النظامى للتمويل الداخلى للإستثمار لن يبرز أي ربحية موضوعية ، إن سياسة الإستثمار الواضحة تمر بالضرورة من خلال إعداد خطة عامة للإستثمار والتمويل . وبعبارة أخري ، فإن التوازن الذي يجب أن يكون موجودا بين الربحية والمخاطرة المرتبطة بها لإستثمار ما ، والتكلفة والخطر الخاص بالتمويل من جهة أخري ، يجب أن ينتج من قرار متخذ تبعا لتدفقات عامة . وبإتخاذ الإجراءات بطريقة مختلفة ، قد ينسى أن قرارات الإستثمار تلزم المشروع بشكل لا رجعة فيه خلال وقت طويل نسبيا ، وكنتيجة لذلك فإن هذا يرجع إلى ممارسة سياسة القطعة بالقطعة والتى تكون فيها الأضرار والمساوئ أكثر وضوحا .

ومن البديهى أن المشروع يجب عليه أحيانا أن يحقق استثمارات هامة والتي لا تبرز أى ربحية موضوعية - وعلى سبيل المثال إنشاء عمارة مخصصة للخدمات الإدارية ، وإنشاء الكانتين للعاملين ، إلخ . إن مثل هذه الأمور لا تكون ممكنة إلا إذا قام المشروع بتنفيذ إستثمارات أخري مربحة بشكل مرضى بحيث يكون مجموع الإستثمارات يبرز ربحية كلية مقبولة . وبعبارة أخري ، فإن هذه الإستثمارات التى لا يكون لها أى ربحية موضوعية لا تعتبر محل بحث إلا إذا كان المشروع قادرا علي تأمين حجم معين من التمويل الذاتى فى المستقبل .

وبما أنه لا يظهر أى تكلفة ظاهرة ، فإن التمويل الداخلي الذاتي قد يبدو مجانيا بالكامل . إن هذا المظهر يعتبر خادعا ، لأن التمويل الداخلى يعتبر فى الحقيقة له تكلفة . وسوف نقوم بدراستها بإختصار . ان التخصيص النهائى للأموال ينتج دائما عن عملية إختيار - بغض النظر عن كونه مدركا أو لا بين مُختلف البدائل . إن القرار بقبول المشروعات أ ، ب، جـ يتوقف على المشروعات هـ و ف - مهما كان ذلك راجعا لترشيد رأس المال أو إلي أن هذه المشروعات تعتبر غير متناسقة أى تؤدى بالضرورة لرفض الإيرادات التي تجلبها هذه الأخيرة . إن هذا النقص فى الكسب والذى يعتبر محتما طالما أنه مرتبط بالإختيار ، يتعلق تماما بمفهوم تكلفة الفرصة البديلة ، والقول الصحيح أن تكلفة الفرصة البديلة ليست إلا خاصية مقصورة علي الأستثمارات التى ليس لها أى ربحية موضوعية . إنها تشكل فى بعض الأحيان معيارا للقرارات المميزة في هذا الخصوص لأنها تسمح بتبرير المجازفة بإتخاذ القرار . وكامتداد لذلك ، فإن تكلفة الفرصة البديلة تعتبر أداة قيمة للتحليل وعلي وجه الخصوص لتقرير تخصيص الأموال الآتية من التمويل الداخلي .

ان التمويل الداخلي يعتبر أحد جوانب التمويل الخاص ، وفي هذا الخصوص فإنه يرجع إلى حقوق أصحاب المشروع ، وهؤلاء الأخيرين يجب أن يكونوا قادرين على التخصيص للأفضل : إعادة الإستثمار فى المشروع، الإستثمار فى أعمال أخري أو التخصيص لإستهلاكهم الشخصى. وفى الحقيقة فإن المشروعات تستثمر كل التمويل الداخلى المسموح به ضريبيا . وفي أوروبا - وفى سويسرا بشكل خاص - ، فإنهم يحتفظون بحجم من الأموال أعلى مما تأخذه الضرائب فى الإعتبار ويعتبرون ذلك شيئا ضروريا جدا ، وأن جزءا كبيرا من تمويلهم الداخلي يعتبر إذن خاضعا

للضريبة مثل الأرباح . إن هذا لا يعني هنا إنتقاد مفهوم الضرائب على الأرباح ولا رفض التعريف المرضى لمفهوم الربح . وإنما يعنى الإشارة بأن المشروع ، الذى يمول نفسه داخليا ، يعيد تخصيص أمواله بشكل مباشر والتى تتعلق بحقوق أصحاب المشروع . إن هؤلاء الأخيرين لا يوافقون ولا يرضون بهذه العملية إلا إذا إستطاعوا أن يخرجوا منها بربحية تكون على الأقل مساوية لتلك التى يطلبونها لإستثمار أموال حقوق الملكية فى أى عمل من الأعمال وبعبارة أخرى ، فإن التمويل الداخلى لمشروع ما يؤدى إلي تكلفة ضمنية تعتبر مساوية للعائد المطلوب بواسطة أصحاب المشروع على كل الأموال الخاصة التى يستثمرونها في هذا المشروع .

إن هذه الفروق تعتبر بالضرورة أساسية جدا لأنها تشير بوضوح إلى أن كل تمويل داخلي يعتبر أن له تكلفة . إن نتيجة ذلك تعتبر بديهية : عند إنشاء خطة الإستثمار ، فإنه يجب الأخذ في الإعتبار الأموال التى تم الحصول عليها بواسطة التمويل الذاتى والذي يعتبر غير مجاني . وبعبارة أخري ، فإن المشروع يجب أن يعيد إستثمار تمويله الداخلى بشكل يجعله قادرا بشكل دقيق للحصول على إيرادات الأموال التي وضعت تحت تصرفه، وكنتيجة لذلك ، فإن تخصيص الأموال الخاصة بالتمويل الداخلى يجب أن يتم دراستها بنفس العناية التى يتم بها دراسة الأموال التي يتم الحصول عليها عن طريق زيادة رأس المال .

ويمكن أن نلاحظ في هذا الصدد أن الحجة التقليدية المقدمة بواسطة المشروعات الكبيرة لكي تعزز وتبرهن على عمل تمويل داخلي - بمعنى ضمان الأمان والربحية للأعمال - ويتبقي بعد ذلك حجة ليست لها قيمة كبيرة طالما أنها ليست مصحوبة بدقة وهى تتعلق بطبيعة الإستثمارات

المولة بهذه الطريقة ، ربحيتها المأمول فيها والمخاطر التى تجلبها .

٩ - بيع حسابات القبض Factoring وتصفية بعض الأصول :

إن بيع حسابات القبض (Factoring) يمثل إحدى طرق التمويل ، وفيها تقوم الشركة ببيع حساب المدينين لديها (دون حق المشترى في الرجوع على الشركة في حالة عدم سداد بعض المدينين لإلتزاماتهم) إلى مؤسسة مالية " المشترية " . كما أن بيع وتصفية بعض الأصول يمثل أيضا وسيلة تمويل داخلى (ذاتي) للمشروع .

إن هذين النوعين من التمويل لهما خاصية مشتركة ، ألا وهى أن المشروع يتصرف بالبيع فى جزء من أصوله للحصول على الأموال . إن اللجوء إلى بيع حسابات القبض ، فإن المشروع يبيع إلى طرق آخر يسمي مشترى أوراق القبض وحسابات المدينين وهو ما يطلق عليه Le factor سواء كان ذلك كل أو بعض من مستحقاته التجارية لدي المدينين . ونلاحظ إذن أن الـ factoring يعتبر شكلا من أشكال تصفية الديون . ومع ذلك ، فسوف نري أن بيع حسابات القبض ، على عكس الخصم التجاري تعتبر أكثر من مجرد عملية بسيطة للتمويل ، لأن مشترى حسابات القبض يزود عموما بخدمات أخرى .

إن تصفية بعض الأصول - بخلاف حسابات القبض - يعتبر وسيلة عرضية للتمويل أساسا . ولكنها يمكن أن تكشف عن أهميتها وأنها تعتبر وسيلة قيمة جدا بالنسبة للمشروع . ومن البديهي أن القرار الخاص باللجوء لمثل هذا الحل لا يمكن أن يتم إتخاذه علي نفس الأسس التى تحكم عمليات التمويل الجارية . وفى تحليل أخير ، فإننا سوف نرى أن القرار ببيع أحد الأصول يعتبر مماثلا إلى حد ما لعملية اللجوء إلى بيع حسابات القبض .

❖ تكلفة بيع حسابات القبض :

إن تكلفة بيع حسابات القبض تتكون من عنصرين أقل أو أكثر تجانساً : عمولة بيع حسابات القبض والفوائد التى تدفع على القروض التى يحصل عليها المشروع بسببها .

١ - عمولة بيع حسابات القبض :

إن هذه العمولة يتم التعبير عنها على أساس نسبة مئوية ٪ من القيمة الكلية للفواتير المقبولة . إنها تشكل المكافأة والأجر الخاصة بالمشتري مقابل كل الخدمات التى يقوم بها ، فيما عدا الإئتمان . إن معدل هذه العمولة يتحدد تبعا لـ :

- حجم أعمال المشروع .
- الموقف المالى للمشروع .
- متوسط قيمة الفواتير المقبولة .
- طبيعة حسابات القبض المقبولة .
- جودة حسابات القبض المقبولة .
- درجة المخاطر الملقاة على عاتق المشتري .
- الخدمات المتنوعة الأخري التى يقدمها المشتري .

إن هذا المعدل يعتبر متغيرا حسب الدول المختلفة وذلك كما يبدو من الجدول التالى :

- الولايات المتحدة	١.٥٪	-	١.٧٥٪
- إنجلترا	١.٥٪	-	٢٪
- فرنسا	٢٪	-	٣٪
- بلچيكا	٢٪	-	٣٪
- سويسرا	١٪	-	٢.٥٪

٢ - الفوائد على القروض والسلفيات :

إن المشروع قد لا يستفيد بالضرورة من التمويل الذى يمكن أن يلجأ إليه من مشتري حسابات القبض . فإذا لم يستفد المشروع ، فإن الفواتير يتم دفعها ، بعد خصم العمولة ، وذلك فى اللحظة التى يقوم فيها المشترى بتحصيل قيمة هذه الفواتير في تاريخ الإستحقاق . ولكن المشترى قد يزود المشروع بالتمويل عندما يريد المشروع أن يأخذ أموالا قبل تاريخ استحقاق حسابات القبض . وفى هذه الحالة فإنه يجب أن يتحمل فوائد بالنسبة للسلفة التي حصل عليها بهذا الشكل . إن سعر الفائدة يتعلق بشكل أكثر أو أقل بسعر الفائدة الذي يتم إحتسابه بواسطة البنوك بالنسبة للإئتمان قصير الأجل .

٣ - حساب التكلفة :

ولكى نبسط العرض ، فإننا سوف نأخذ مثالا توضيحيا لشرح كيفية حساب التكلفة ، إننا سوف نستخدم المفاهيم التالية :

P = قيمة الفواتير الموضوعة تحت تصرف مشترى حسابات القبض.

A = القيمة الإجمالية للسلفة التى تم الحصول عليها بالفعل من

المشترى (بشكل عام فإن هذه القيمة يتم التعبير عنها فى العقد على شكل نسبة مئوية من قيمة الفواتير P) .

a = عمولة بيع حسابات القبض معبرا عنها فى شكل نسبة مئوية من قيمة الفواتير P، وهى تحسب كل مرة يقوم المشروع فيها بتقديم الفواتير إلى مشترى حسابات القبض .

i = معدل الفائدة الشهرى الذي يتم إحتسابه علي السلفيات الموافق عليها من جانب المشتري .

n = فترة السلفة أو القرض (محسوبة بالشهور) .

ولنفترض أن مشروع ما قد وضع تحت تصرف مشترى حسابات القبض فاتورة بمبلغ ٤٠٠٠ جنيه (P) تستحق الدفع خلال ٦٠ يوم إلى مشتري حسابات القبض يقوم باحتساب عمولة قدرها ١,٦٪ (a) كما أنه يوافق على سلفة فورية بنسبة ٨٠٪ من قيمة الفاتورة (A) ، كما أنه يقوم بإحتساب سعر الفائدة شهري ٠,٦٪ (i) . إن التكلفة السنوية الكلية لعملية بيع حسابات القبض (C) تصل إذن إلى :

$$C = \frac{aP + iAn}{A - (aP + iAn)} \times \frac{12}{n}$$

التكلفة C = $\frac{٣٨,٤ + ٦٠}{٣٢٠٠ - (٣٨,٤ + ٦٠)} \times \frac{١٢}{٢}$ =

$$= \frac{٩٨٫٤}{١٠١٫٦ \; ٢} \times ٦ = \text{٪١٩ ٠٢}$$

إن الشركات المتخصصة تعتبر أن عملية بيع حسابات القبض هى أكثر من وسيلة بسيطة من وسائل التمويل . والرغم من ذلك ، فإنه يجب أن تعرف أن المشروعات التي تلجأ إلى هذه الوسيلة تبحث في الغالب الأعم عن هذه الطريقة بسبب صعوبات في النقدية لديها .

وفي حالة ما إذا كان المشروع ليس لديه إختيار حقيقى بين بيع حسابات القبض والبدائل الأخرى للتمويل ، فإن هذا الأسلوب فى التمويل يعتبر مفيدا لأنه هو الحل الموجود ، حتى لو كانت تكلفة الأموال التى تم الحصول عليها بهذه الكيفية تعتبر مرتفعة . ومن جهة أخرى ، فإذا كان المشروع يستطيع أن يواجه حلولا أخري ، فإن القرار باللجوء إلي هذا النوع من التمويل - أو عدمه - يجب أن ينتج عن المقارنة بين القيمة الكلية للعمولات السنوية المرتفعة التي يحصل عليها مشتري حسابات القبض بالنسبة للخدمات التى يقدمها ، هذا من جانب ومن جانب آخر الوفورات التي يمكن أن يحققها المشروع بالثقة فى عمليات مشترى حسابات القبض التى كان قد نفذها قبل ذلك وكذلك الأرباح التي يمكن أن يحققها من الخدمات الإضافية .

إنه يمكن إعطاء سببين لتبرير هذا التوضيح للتحليل :

- أن تكلفة التمويل التى تم الحصول عليه عن طريق بيع حسابات القبض يعتبر إلي حد طفيف هو نفسه الذى يمكن الحصول عليه بواسطة الوسائل التقليدية .

-أن اللجوء إلى بيع حسابات القبض يجب أن يتم إعتباره كما لو أنه إعادة إستثمار في المنشأة ، إنه يجب إذن أن يتم تحليله بمثل هذه الطريقة .

١٠- بيع وتصفية بعض الأصول :

تعتبر عملية بيع وتصفية بعض الأصول وسيلة من وسائل التمويل التي يندر اللجوء إليها . ومع ذلك فإنه من الضروري أن تكون أصول معظم المشروعات متضمنة لإمكانيات التمويل التي لا يمكن تجاهلها إن أحد أهداف الإدارة المالية يجب أن يتضمن تدنية حجم الوسائل الموضوعة تحت التصرف للحصول على نتائج نهائية ، ومن وجهة النظر هذه فإن المشروع يجب أن يحذف بقدر الإمكان الأصول الوهمية .

إن المشروع سوف يحسن من سيولته وربحيته ببيع المعدات التي؟ تصبح عديمة الفائدة .

إنه من البديهي إذا كان المشروع في حاجة هامة للتمويل ، فإن مثل تلك العمليات تعتبر غير كافية . إن المشروع يستطيع ، في هذه الحالة أن يقوم ببيع بعض المعدات الأقل إستخداما ، وبتصفية بعض المنقولات أو الأوراق المالية التي بحوذته . ومع ذلك ، فإن القرارات من هذه الطبيعة تحيط إلى حد كبير إطار الإدارة المالية الحالية وتظهر السياسة العامة للمشروع .

وعلى سبيل المثال فإن بيع بعض المعدات الغير مستغلة أو الأقل إستغلالا بواسطة المشروع ، ومع ذلك قد تكون مستخدمة ولكنها تخلق مشاكل حرجة ، إن تعديل مساحة الآلات يمكن في الحقيقة أن يحول المنظمة من الإنتاج وهيكل المبيعات . فإذا كانت هذه التحولات هامة فإنها قد

تؤدي إلى إعادة توجيه أساس لأنشطة المشروع . وعلي العكس ، فإن تغيرا عميقا فى السياسة العامة للمشروع يجب أن يحفز على الأخذ في الإعتبار بالمبيعات المؤكدة للمعدات والورش ، وحتي التقسيم بأكمله ، وذلك كطريقة لتمويل البرنامج الخاص بالسياسة الجديدة .

إن بيع عمارة أو قطعة أرض يعتبر كذلك مسألة دقيقة جدا . ومثل كل عمليات تصفية المعدات ، فإنها تعتبر عملية دقيقة وغير قابلة للرجوع فيها ، ومع ذلك ، وبعكس بيع الآلات ، فإنها يمكن أن تعدل بشكل عميق القاعدة والأساس المالي للمشروع في حالة ما إذا كانت هذه الأموال التي تم الحصول عليها تستعمل فى تمويل التوسع فى الجهاز الإنتاجي . وفى الحدود التى يمكن إعتبار الأصول فيها كمحفظة ، فإن مثل هذه العملية توثر علي المخاطر المتعلقة بمجموع الأصول .

إنه من الممكن أن نفكر فى تكلفة التمويل التى تم الحصول عليه عن طريق تصفية بعض الأصول فى أنه مكون من خسائر فى رأس المال أو على العكس الضرائب على القيم المضافة عن طريق كل المصروفات المرتبطة بالبيع . وفى الحقيقة ، فإن تكلفة التمويل تعتبر جوهرية إلي حد كبير طالما أنها تعنى فى الواقع تكلفة الفرصة البديلة . ولكي يتم الإحاطة بها وحصرها ، فإنه يجب الإجابة علي السؤال التالي : هل تعتبر الأنشطة الجديدة التى سوف تصبح ممكنة عن طريق بيع وتصفية بعض الأصول أكثر تفضيلا - من وجهة نظر المخاطر والربحية على سبيل المثال - عن الأنشطة المتحققة عن طريق الأصول الحالية ؟ ولنذكر أن " الأنشطة المتحققة بالأصول الحالية" متضمنة فى تقويم المكاسب الرأسمالية التي يمكن تسجيلها إذا ما كان البيع قد تم تنفيذه فى وقت متأخر .

الفصل التاسع

أساليب ومصادر التمويل الخارجى

١ - مقدمة :

من الطبيعى أن يجد المشروع مصادر متعددة يمكن أن يلجأ إليها للحصول على إحتياجاته من الأموال ، فهناك على سبيل المثال مصادر وأساليب التمويل الداخلي وقد تم مناقشتها في الفصل السابق مباشرة .

وبالرغم من أن المشروع يستطيع أن يستمر فى أعماله بالإعتماد علي التمويل الداخلي (الذاتى) فقط وأن تكون هذه المصادر سببا فى نمو وازدهار وتحقق نجاح المشروع ، إلا أنه من الملاحظ أن معظم المشروعات تجد بالرغم من ذلك أنه من المرغوب فيه أن يتم الحصول علي الأموال من مصادر خارجية (إئتمان تجارى ، إئتمان مصرفى ، إقتراض عن طريق السندات أو من البنوك المتخصصة ، أو زيادة رأس المال عن طريق الأسهم أو البحث عن شركاء جدد إلخ) ، وذلك لمواجهة أعمال المشروع وإحتياجاته من الأموال .

ان المشكلة التي قد تواجه المشروع فى حالة إعتماده علي التمويل الخارجي تتمثل فى أن إدارة المشروع تجد أمامها العديد من بدائل وأشكال مصادر وأساليب التمويل الخارجي ، وفي هذه الحالة يكون على متخذ القرار أن يعرف مزايا وعيوب كل مصدر من هذه المصادر ثم يبدأ في الإختيار من بينها وذلك فى ضوء تكلفة كل مصدر ، وطبيعة النشاط ، والإلتزامات التى سوف تترتب على إختيار كل مصدر وغير ذلك من الأمور

التى يجب أخذها فى الإعتبار عند المقارنة بين هذه المصادر ، ويكون الهدف من ذلك هو الوصول إلى إتخاذ القرا الأمثل بشأن إختيار أفضل مصدر من مصادر التمويل الخارجي وذلك بأقل تكلفة ممكنة وبما يتناسب مع أهداف المنشأة من ناحية السيولة والمقدرة على سداد الإلتزامات في مواعيدها المحددة وبما يتناسب أيضا مع معدلات الربحية الخاصة بالمشروع.

وعلى هذا فإن هذا الفصل يهدف إلى دراسة الأشكال الرئيسية المختلفة من مصادر التمويل الخارجي سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل ، مع التركيز على كيفية حساب تكلفة كل شكل من أشكال هذه المصادر وخصائصها وآثارها على نمو المشروع وأعماله وربحيته .

كما يهدف هذا الفصل أيضا إلى عمل جزء تطبيقى يتم فيه إيضاح العلاقة بين التمويل الخارجي والتمويل الداخلى ، وأثر ذلك على ربحية أصحاب المشروع والمخاطر المالية التى قد تواجهه .

وعموما يمكن القول بأن الإعتماد على مصادر التمويل الخارجي لا يجب أن يخفض من ربحية أصحاب المشروع ، ولكنه يجب أن يؤدى إلى زيادتها . أى أن المتاجرة على رأس المال " Trading on equity " يجب أن تكون فى صالح أصحاب المشروع وهو ما سوف نتناوله بالدراسة والتحليل فى نهاية هذا الفصل .

٢ - المقصود بمصادر التمويل الخارجية :

تنقسم مصادر التمويل الخارجية إلى نوعين أساسيين هما :

أولا - مصادر التمويل الخارجية قصيرة الأجل وهى عبارة عن :

١ - الإئتمان التجارى وهو إئتمان الموردين .

٢ - القروض قصيرة الأجل من البنوك التجارية التى لا تزيد فترة إستحقاقها عن سنة ويعتبر التمويل قصير الأجل الطريقة المناسبة لتمويل إحتياجات المشروع المؤقتة . إن هذا النوع من التمويل يلعب دورا هاما في مجال الأعمال وهو يعتبر على درجة كبيرة من الأهمية بالنسبة للمشروعات التى تقوم بسد جزء من إحتياجاتها للأموال بإستخدام التمويل الخارجي قصير الأجل مهما كان حجم هذه المشروعات وأيا كانت طبيعة نشاطها .

ثانيا - مصادر تمويل خارجية متوسطة وطويلة الأجل :

وتستخدم هذه المصادر لتمويل هيكل الأصول الثابتة وهيكل رأس المال العامل الدائم . وهى تنقسم إلي :

١ - زيادة رأس المال عن طريق الأسهم التي تطرح ببورصات الأوراق المالية . (أموال حقوق ملكية وتضم الأسهم بأنواعها المختلفة) .

٢ - السندات التى يطرحها المشروع فى بورصات الأوراق المالية (أموال مقترضة) .

٣ - القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل التى يحصل عليها المشروع من البنوك المتخصصة (بنوك زراعية ، صناعية ، عقارية) .

الجزء الأول - مصادر التمويل الخارجية قصيرة الأجل

١ - الإئتمان التجارى (إئتمان الموردين) :

إن الإئتمان التجارى يعتبرمصدر تمويل تلقائى أو طبيعي " -Sponta neous " بمعنى أنه ينتج وينشأ من العمليات التجارية العادية للشركة . فإذا كانت الشركة تشتري بمعدل ٢٠٠٠ جنيه في اليوم بشرط إئتمان " صافي ٣٠ " فإنها ستكون مدينة إلى مورديها بمعدل (٢٠٠٠ × ٣٠ =

٦٠٠٠٠ جنيه شهريا). وبذلك تكون الشركة قد حصلت علي تمويل تلقائي بمبلغ ٦٠٠٠٠ جنيه . وكذلك ، إذا مدت الشركة شروط الإئتمان من ٣٠ يوم ألي ٤٠ يوم فإن حساب الدائنين أو ما يسمي فى الميزانية بحسابات الدفع سوف تزيد من ٦٠٠٠٠ جنيه إلى ٨٠٠٠٠ جنيه (٢٠٠٠ × ٤٠). وهكذا فإن تحديد فترة الإئتمان وزيادة المشتريات يؤديان إلى تمويل إضافي.

وعلي ذلك يعرف الإئتمان التجارى بأنه الإئتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد (الدائن) إلي عميله المشتري (المدين) بسبب بيع بضاعة أو خدمة بالأجل وذلك طبقا للشروط التى يتفقون عليها ويمكن القول بأن الإئتمان التجارى أكبر مصادر التمويل الخارجى قصيرة الأجل حيث أنه قد يصل إلى أكثر من ٤٠٪ من قيمة الإلتزامات بالنسبة لمنشآت الأعمال نظرا لسهولة الحصول عليه بعكس مصادر التمويل الخارجي الأخرى .

- إن أشكال الإئتمان التجارى تتمثل في جسابات جارية مفتوحة بين المورد والعميل أي البائع والمشترى أو قد يكون علي شكل كمبيالات تجارية مسحوبة من البائع علي المشترى ومقبولة الدفع من المشترى فى تواريخ استحقاق لاحقة لتواريخ الشراء أو قد تكون على شكل سندات إذنية من المشترى إلى البائع يتعهد فيها الأول بدفع قيمة ما إشتراه من بضائع إلى البائع في تاريخ لاحق لتاريخ الشراء .

❖ شروط الإئتمان التجارى :

تتحدد شروط الإئتمان التجاري بفترة التزام المشترى بالدفع ، وكذلك بالخصم الممنوح مقابل تعجيل الدفع قبل تاريخ الإستحقاق . وتتوقف مدة أو طول فترة الإئتمان علي العوامل الرئيسية التالية :

- الطبيعة الإقتصادية للسلعة :

تختلف الطبيعة الإقتصادية للسلعة من حيث سرعة بيعها . وتباع بعض السلع خلال فترة قصيرة نسبيا كالخضر والفواكه الطازجة . ولذلك فإن فترة الإئتمان التى تمنحها الشركات الموردة لهذه السلع تكون قصيرة نسبيا (من ٥ إلى ١٠ أيام) ، وأما السلع المعمرة فإن معدل دوران بيعها للتجزئة يكون بطيئا ، لذلك فإن البائعين ، يمنحون الشركات المشترية التى تبيع بالتجزئة فترة إئتمان طويلة نسبيا قد تصل إلى ٦ شهور أو أكثر .

- ظروف البائع :

تتوقف مدة فترة الإئتمان الممنوحة على ظروف البائع أيضا ، والبائع ذو الوضع المالى الضعيف يطلب من المشترين الدفع نقدا ، أو يمنحهم شروط إئتمان قصيرة الأجل . فمثلا ، يبيع المزارعون محصولاتهم الزراعية على أساس نقدي . وكذلك يمكن أن تمنح الشركة فترات إئتمان مختلفة أو متنوعة لترويج مبيعاتها . وبالرغم من أن إستخدام الإئتمان كوسيلة لتشجيع المبيعات يعرض الإدارة الإئتمانية السليمة والمستقرة للخطر ، إلا أنه يحدث عمليا ، وخاصة عندما تكون لدي الصناعة التى تنتمى إليها الشركة البائعة مقدرة إنتاجية فائضة .

- ظروف المشترى :

بوجه عام ، نجد أن الشركات القوية ماليا والتي تبيع بالتجزئة عن طريق منح الإئتمان لعملائها ، تستطيع بدورها الحصول على فترة إئتمانية طويلة نسبيا من الشركات التى تزودها بالبضاعة . وكذلك ، فإن الشركات التى تبيع بالتجزئة أنواعا متعددة من البضائع والمعروفة بأنها محاطة بمخاطرة عالية (كالملابس والأحذية) تحصل من مورديها على فترة

إئتمانية طويلة . ولكن في الوقت نفسه يعطى الموردون لهذه الشركات خصومات نقدية عالية لتشجيعها على التسديد المبكر .

- الخصم النقدى Cash Discount :

الخصم النقدي هو تخفيض فى سعر المبيعات إذا تم الدفع خلال فترة معينة . إن تكاليف عدم الإستفادة من الخصومات النقدية تزيد - عادة - علي تكاليف (معدل الفائدة) القرض الذى يستطيع المشترى أن يحصل عليه لدفع قيمة البضاعة نقدا . لذلك ، فإنه من المهم على الشركة أن تكون حذرة فى إستخدام الإئتمان التجارى كمصدز للتمويل لأنه يمكن أن يكون باهظ التكاليف ، كما يتضح من المثال التالى : إذا اقترضت الشركة من البنك وإستفادت من الخصم فإن فترة بقاء حساب الدائنين فى دفاترها ستنخفض .ولذا فإن الفترة الحقيقية للإئتمان تتأثر بحجم الخصومات الممنوحة . ومن الناحية العملية ، تعبر شروط الإئتمان عن مقدار الخصم النقدى الممنوح وتاريخ إنقضائه وكذلك تاريخ إستحقاق الدفع النهائى .

❖ تكلفة الإئتمان التجارى :

من الأهمية بمكان أن تتعرف الشركة على تكلفة الإئتمان التجارى الذى ستحصل عليه أو حصلت عليه ، وتقاس تكلفة الإئتمان التجارى بقيمة الخصم النقدى الممنوح للمشتري .

فعلى سبيل المثال ، إذا كان شرط الإئتمان هو : (٢/ ١٠ صافي ٣٠) .

فهذا معناه أنه إذا تم الدفع خلال ١٠ أيام من تاريخ فاتورة البيع ، فسوف يمنح المشتري خصم نقدي بمقدار ٢٪ من إجمالي قيمة البضاعة ، أما

إذا لم يستفد المشترى من الخصم ولم يسدد خلال ١٠ أيام فيصبح لزاما عليه في هذه الحالة أن يسدد إجمالى قيمة البضاعة خلال ٣٠ يوما من تاريخ الفاتورة .

إن تكلفة عدم الإستفادة من الخصم قد تكون عالية جدا ، ويمكن حسابها عن طريق المعادلة التالية :

$$\text{التكلفة} = \frac{\text{نسبة الخصم} \times \text{عدد أيام السنة ٣٦٠ يوم}}{\text{١ - نسبة الخصم} \times \text{(فترة الإستحقاق النهائى - فترة الإستفادة من الخصم)}}$$

وعلي ذلك وبتطبيق المعادلة ، فتصبح تكلفة عدم الإستفادة من الخصم للشرط (٢/١٠ صافى ٣٠) هي :

$$\text{التكلفة} = \frac{\frac{٢}{١٠٠}}{١ - \frac{٢}{١٠٠}} \times \frac{\text{٣٦٠ يوم}}{٣٠ - ١٠} = ٣٦{,}٧٣\%$$

وهذه التكلفة مرتفعة جدا ، بل إنها قد تفوق بكثير جدا تكلفة الإئتمان المصرفي .

وفيما يلي بعض شروط الإئتمان والتكلفة المقابلة لها لعدم الإستفادة من الخصم :

شروط الإئتمان	تكلفة الإئتمان نتيجة لعدم الإستفادة من الخصم
" ١٠/١ ، صافي ٢٠ "	٣٦.٣٦٪
" ١٠/١ ، صافي ٣٠ "	١٨.١٨٪
" ١٠/٢ ، صافى ٢٠ "	٧٣.٤٧٪
" ١٠/٢ ، صافى ٣٠ "	٣٦.٧٣٪

❖ مزايا الإئتمان التجارى بوصفه مصدرا للتمويل الخارجي قصير الأجل :

بالرغم من إرتفاع تكلفة الإئتمان التجارى والتي من الممكن أن تفوق تكلفة الإئتمان المصرفى ، إلا أن هناك عدة مميزات لهذا الإئتمان تتمثل في الآتى :

١ - سهولة الحصول عليه ، حيث أنه لا يتطلب إلا اتفاق بين البائع والمشترى علي شرائه ، حيث يمنحه البائع للمشترى بمجرد طلب المشترى له ؛ وعادة يكون هناك معرفة بينهما .

٢ - قد يكون هو المصدر الوحيد للتمويل المتاح للمشروع حيث أنه في بعض الأحيان قد لا يسمح المركز المالي للمشروع بالاقتراض من المؤسسات المالية المختلفة .

٣ - قد يكون أقل تكلفة من المصادر الأخري للتمويل في حالة مقدرة المشترى على الإلتزام والسداد في خلال المدة الممنوحة للخصم .

٤ - المرونة فى إستخدامه عندما تكون هناك حاجة إليه .

٢ - الإئتمان المصرفى :

وهو عبارة عن الأموال المقترضة من البنوك التجارية والتي لا تزيد فترة إستحقاقها عن سنة . ويعتبر الإئتمان المصرفي من أهم مصادر التمويل الخارجى قصير الأجل لمنشآت الأعمال بعد الإئتمان التجارى وذلك لتمويل عمليات إستخدام الأموال في الأصول المتداولة بالمشروع . وتعد البنوك التجارية من أهم المصادر التى تقوم بمنح الإئتمان قصير الأجل (لا تزيد فترة الإستحقاق عن سنة) .

ويعتبر الإقراض أو منح الإئتمان وظيفة أساسية للبنوك التجارية ، ففى حين نجد أن البنوك التجارية تقوم بعدد كبير من الأنشطة المالية وتقديم خدمات مصرفية على نطاق واسع إلى عملائها ، فإن الإقراض المباشر يظل هو الوظيفة الأصلية التي تقدمها والتي تميزها عن كثير من المؤسسات المالية الأخري .

كذلك نلاحظ أن إقراض العملاء ليس فقط هو الوظيفة الأساسية التى تقوم بها البنوك التجارية ولكنه هو الذى يدر الإيرادات الأكبر بالمقارنة بسائر أعمالها الأخرى ، وإن كانت هوامش الربح من علميات الإئتمان تميل إلى التناقص كظاهرة عامة بسبب تضاءل الفروق بين أسعار الفائدة علي الودائع ، وأسعار الفائدة على القروض .

إن منشآت الأعمال تلجأ إلى الإئتمان المصرفي لتمويل عمليات الشراء والتخزين والبيع وتكوين الإحتياطيات النقدية والإستثمارات كما أن البنوك التجارية تفضل توظيف أموالها في القروض التجارية ذات الطابع الموسمى أو الطابع قصير الأجل حيث تسدد هذه القروض تلقائيا مع نهاية

دورة النشاط (دورة راس المال العامل) وهذا يضمن للبنوك سرعة إسترداد قروضها مما يؤدى إلى زيادة الربح وتأمين السيولة من وراء منح هذه القروض .

وتقوم البنوك التجارية بمنح القروض والسلفيات إلى مشروعات الأعمال إستنادا إلى : سلامة المركز المالى للمقترضين ، والغرض من القرض، والضمانات التي تكفل تحصيل هذه القروض فى مواعيدها . كما تقوم البنوك التجارية بفحص الأغراض التي تمنح القروض من أجلها بهدف تحديد درجة المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها إسترداد القروض الممنوحة فلابد أن يتأكد البنك من مقدرة العميل وكفاءته ، وحسن سمعته ورشده الإقتصادي ، ومعدل ربحية المشروع المقترض ، بل إن البنوك تقوم أيضا بمتابعة إستخدام القرض بعد منحه للتأكد من سلامة إستخدامه فى الأغراض المخصص لها .

❖ أنواع القروض المصرفية بحسب الضمانات المقدمة من منشآت الأعمال :

يظهر المركز المالى للبنوك التجارية المصرية قروض وسلفيات هذه البنوك موزعة حسب الضمانات التالية :

- قروض وسلفيات بضمان قطن .
- قروض وسلفيات بضمان محاصيل زراعية .
- قروض وسلفيات بضمان أوراق مالية .
- قروض وسلفيات بضمان بضائع .
- قروض وسلفيات بضمان كمبيالات .

- قروض وسلفيات مقابل تنازلات عن ديون أو عقود .
- قروض وسلفيات بضمانات عينية متنوعة .
- قروض وسلفيات بضمان شخصي .
- قروض وسلفيات بدون ضمان .

هذا بالإضافة إلي الأوراق التجارية المخصومة

وبالنسبة للقروض والسلفيات بضمان شخصي أو بدون ضمان فإنها ليست فعلا كذلك ولكن الضمان هنا هو المركز المالى للعميل ، ومدى ربحيته وقدرته على الوفاء بالتزاماته فى مواعيدها ، كما قد لا يعني أن القروض مقابل الضمانات المختلفة ان هذه الضمانات تعتبر هي كل شيء بالنسبة للبنك بل هي مجرد ضمانات إضافية إذ أن الضمان الحقيقي دائما هو سلامة المركز المالى للعميل .. فقد تكون ضمانات القروض من نوع الأصول المتخصصة جدا والتى قد لا تكفى قيمتها السوقية فى الوفاء بالتزامات العميل نحو البنك في مواعيدها عند الإستحقاق .

❖ تسعير القروض التى تمنحها البنوك التجارية إلي عملائها :

بالنسبة لأسعار الفوائد والعمولات على قروض البنوك التجارية لمنشآت الأعمال نجد أنها تتحدد إما حسب ظروف العرض والطلب في الأسواق المالية والنقدية كما هو الحال في الإقتصاديات الحرة في الدول الصناعية الكبرى وكما هو الحال فى مصر التى أخذت بمبدأ التحرر الإقتصادي منذ فترة ليست بالقصيرة وإما تتحدد هذه الأسعار تحكميا عن طريق البنوك المركزية كما يحدث فى الكثير من الدول الأخرى .

ويبين الشكل التوضيحى التالى وصفا للإصطلاحات المستخدمة في

تسعير قروض البنوك التجارية . ويعتمد العائد علي القروض لمنشآت الأعمال ليس فقط على معدلات الفائدة المحسوبة على الأموال المقترضة ، ولكن أيضا على الرسوم والأتعاب التى يقوم البنك بحسابها طبقا لشروط محددة .

إن معدل الفائدة الذى يحتسب على القروض يمكن أن يكون ثابتا أو متغيرا أى علي أساس أسعار فائدة معومة " Floating Rates " .

وفيما يلى الشكل التوضيحى الذى يبين إصطلاحات التسعير الأساسية المستخدمة في البنوك التجارية لتسعير القروض الممنوحة لمنشآت الأعمال :

شكل توضيحي يبين إصطلاحات التسعير الرئيسية المستخدمة في البنوك التجارية لتسعير القروض

الإصطلاح	التعريف
معدل ثابت Fixed Rate	يكتتب القرض على أساس معدل ثابت لسعر الفائدة والذي يتم التفاوض عليه في البداية . ويظل المعدل ثابتا حتي نهاية فترة الإستحقاق .
معدل متغير Variable Rate	يكتتب القرض على أساس معدل متغير لسعر الفائدة ، ويختلف المعدل تبعا للسعر الأساسي .
السعر الأساسي base-Rate	هو سعر الفائدة الذي يحتسب بالنسبة لأفضل نوعية من العملاء التجاريين .
السعر الزائد Prime - plus	السعر الأساسي زائد نسبة ثابتة .ويتغير السعر بنسبة ثابتة فوق السعر الأساسي .
السعر مضروب في المضاعف Prime - times	السعر الأساسي مضروب في مضاعف ثابت . وفي ظل التسعير على أساس السعر متعدد الأجزاء ، فإن السعر يزيد (أو يقل) تبعا للمضاعف . فعندما ترتفع الأسعار ، فإن سعر الفائدة يزيد بنسبة أكبر من " السع زائد " .
السعر الأساسي الآخر Other base-rate	وهو يشابه السعر الأساسي فيما عدا أن الأساس مختلف . والأمثلة على ذلك الأرقام القياسية الإقليمية ، أو أسعار الفائدة في الأسواق الأخرى مثل أسعار الفائدة على شهادات الإيداع CD .
السعر على أساس حد أقصى وحد أدني (القبعة والقاع) Caps and floor	بالنسبة للقروض الممتدة على أساس أسعار فائدة متغيرة ، توضع حدود على المدي الذي يمكن أن يتغير فيه سعر الفائدة . والقبعة Cap تعني الحد الأقصى للسعر ، والقاع Floor يعني الحد الأدنى للسعر .
عمولات الإلتزام (التعهدات بالحدود القصوى المصرح بها للقرض) Commitment fees	يتم حسابها علي الجزء المستخدم وغير المستخدم من خط الإئتمان المصرح به ، وهذه الرسوم تعتبر تعويضا للبنك علي موافقته وتعهده بجعل هذه الأموال متاحة للعميل .
الأرصدة المعوضة Compensating balances	أرصدة الودائع التي قد يشترطها المقرض بأن يحتفظ بها خلال فترة القرض. ويتم حساب هذه الأرصدة علي أساس متوسطاتها المحتفظ بها بأكثر ما هي حد أدنى لا يجب تجاوزه .

❖ تكلفة الإئتمان المصرفي :

يعتمد معدل الفائدة علي العديد من العوامل التي من بينها نستطيع أن نذكر : طبيعة الإئتمان ، مدة القرض ، الضمانات المقدمة ، الموقف العام للمشروع ، الظروف الإقتصادية ، السياسة العامة للدولة ، إلخ .

إن اللجوء إلى الإئتمان المصرفى بصفة خاصة لا يعتمد فقط على التكلفة . ولكن يتبقي علي الأقل أن يعرف المشروع تكلفة جميع مصادر الأموال ، والتى لا يمكن أن تكون مساوية أبدا لسعر الفائدة الظاهرى . وفي الحقيقة ، فإنه من المهم :

- أولا ، الأخذ فى الإعتبار كل المصروفات (الفوائد ، الأتعاب ، العمولات) المرتبطة بفتح وإستخدام إئتمان محدد .

- وثانيا ، مقارنة نفقات الإئتمان الذى تم الحصول عليه بالفعل .

وإننا سوف نقوم بتوضيح المشاكل التي تنشأ في هذا الخصوص وذلك بمساعدة الأمثلة الأربعة التالية :

مثال رقم (١) :

نفترض أن هناك قرضا قيمته ١٥٠٠٠ جنيه لمدة عام . فإذا كان المشروع يجب أن يدفع ١٥٩٠٠ جنيه في نهاية السنة ، (رأس المال ، الفوائد والعمولات) ، فإن التكلفة الفعلية للإئتمان سوف تكون :

$$ت = \frac{١٥٩٠٠ - ١٥٠٠٠}{١٥٠٠٠} = ٦\%$$

مثال رقم (٢) :

لنأخذ المثال السابق ، ولنفترض أنه يجب طبقا للعرف المصرفي أن نخصم الفوائد والعمولات من القيمة المبدئية للقرض أن المشروع سوف يحصل في بداية العام إذن على ١٥٠٠٠ - ٩٠٠ جنيه = ١٤١٠٠ جنيه.

إن معدل الفائدة الحقيقي سوف يصل إلى :

$$= \frac{٩٠٠}{١٤١٠٠} = ٦.٤\%$$

مثال رقم (٣) :

لنأخذ مرة أخرى المثال الأول ، ولنفترض أن المشروع يجب أن يدفع ١٥٩٠٠ جنيه على ١٢ دفعة متساوية قدرها ١٣٢٥ جنيه لكل دفعة . في مثل هذه الحالة ، فإن المشروع يستفيد من إئتمان قيمته :

١٥٠٠٠ جنيه بالنسبة لشهر يناير

١٣٦٧٥ جنيه بالنسبة لشهر فبراير

-----

٤٢٥ جنيه بالنسبة لشهر ديسمبر

وفي الحقيقة ، فإن المشروع قد إستفاد من إئتمان متوسطه حوالي ٧٧٠٠ جنيه ، إن التكلفة الحقيقية لهذا القرض سوف ترتفع إلى

$$\frac{٩٠٠}{٧٧٠٠} = ١١,٧ \%$$

مثال رقم (٤) :

لو أخذنا المثال السابق ولنفترض أن المشروع تسلم فعلا قيمة القرض بعد خصم الفوائد وهو مبلغ ١٤١٠٠ جنيه فى بداية السنة وأن المشروع قد إلتزم بدفع ١٢ قسط شهري قدر كل منها ١٢٥٠ جنيه إن متوسط الإئتمان الذى حصل عليه المشروع سوف يصل إلي حوالي ٧٢٠٠ جنيه . ان التكلفة الحقيقية لهذا القرض سوف تكون مساوية لـ :

$$\frac{٩٠٠}{٧٢٠٠} = ١٢,٥ \%$$

ويوجد هناك صيغة عامة تسمح بحساب مباشر للقيمة المتوسطة للإئتمان وحساب التكلفة الفعلية للقرض . إنها تعتبر مفيدة جدا عندما يكون القرض قابلا للدفع على أقساط شهرية ، ربع سنوية أو نصف سنوية أو على أساس عدة سنوات .

ان التكلفة الفعلية للقرض تعتبر إذن قابلة للحساب على أساس الصيغة التالية :

$$C = \frac{D}{np - Mn(n-1)/2} \times \frac{12}{m}$$

حيث أن :

C = التكلفة الفعلية على شكل ٪ سنويا .

D = القيمة الكلية للفوائد ، الأتعاب ، والعمولات (بالجنيه) .

P = قيمة القرض التي تم الحصول عليها فعلا .

M = القيمة التي يجب سدادها كل مرة .

n = العدد الكلى للدفعات المسددة .

m = عدد الشهور التي تنفصل بين كل دفعتين .

وبتطبيق هذه الصيغة علي الأمثلة رقم ٣ ، ٤ الموضحة فيما سبق ، فسوف نحصل على :

المثال ٣ :

$$\text{التكلفة} = \frac{٩٠٠}{١٢\times١٥٠٠٠ - (١٣٢٥ \times ١٢ \times ١١)/٢} \times \frac{١٢}{١} = ١١.٧\%$$

وفي المثال رقم ٤ :

$$\text{التكلفة} = \frac{٩٠٠}{١٢\times١٤١٠٠ - (١٢٥٠ \times ١٢ \times ١١)/٢} \times \frac{١٢}{١} = ١٢.٥\%$$

الجزء الثانى - مصادر التمويل الخارجية متوسطة وطويلة الأجل

وهى تنقسم إلى :

١ - زيادة رأس المال عن طريق الأسهم التى تطرح ببورصات الأوراق المالية . (أموال حقوق ملكية وتضم الأسهم بأنواعها المختلفة) .

٢ - السندات التي يطرحها المشروع فى بورصات الأواق المالية (أموال مقترضة) .

٣ - القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل التي يحصل عليها المشروع من البنوك المتخصصة ، وهو ما يسمي بالإقراض المباشر .

أولاً : التمويل الخارجي طويل الأجل عن طريق زيادة رأس المال بإصدار المشروع لأسهم ذات نوعيات مختلفة يتم طرحها ببورصات الأوراق المالية ويتم الإكتتاب فيها عن طريق المستثمرين . (أموال حقوق ملكية وتضم الأسهم بأنواعها المختلفة) .

بالنسبة لمشروع ما ، فإن زيادة رأس المال تتضمن عملية إصدار أسهم جديدة لعرضها للإكتتاب العام - أو بمعنى آخر محاولة بيعها - إلي المساهمين الحاليين أو إلى آخرين . إن نجاح مثل هذه العملية - أو بمعنى آخرالإكتتاب المتكامل في كل الأوراق المقدمة - يعتمد بشكل دقيق على عوامل متعددة مثل :

- النتائج المالية التى تحققت فى الماضى بواسطة المشروع ،

- المركز الحالى للمشروع والإمكانيات والآفاق المستقبلية المفتوحة

أمامه ،

- الشروط والظروف التي تم عرض الأسهم على أساسها للإكتتاب العام ،

- حالة السوق المالى ،

- المقدرة المالية للمساهمين ،

- المنافسة المحتملة للإصدارات الأخرى ، .... إلخ .

وفى لحظة الإصدار ، فإن هذه العوامل قد تفلت تقريبا من رقابة المشروع باستثناء شروط الإصدار ، التي يجب أن تكون محور موضوع القرار . إن هذا القرار يجب أن يأخذ فى الإعتبار كل العوامل التى يمكن أن تؤثر على نجاح العملية ، ويمكن تخيل الصعوبات التى تواجه ذلك بسهولة . ولكى يتم فصل الأثر الذي به تمارس شروط الإصدار ضغوطها علي العملية بأكملها ، فإننا سوف نفترض أن كل العوامل الأخري سوف تبقى ثابتة على ما هي عليه .

إن الأكثر أهمية من شروط الإصدار وبطريقة لا تقبل المناقشة هو السعر الذى سوف يتم به عرض الإكتتاب : وهو ما يسمى " سعر الإصدار" أو " سعر الإكتتاب " . ولأسباب قانونية ، فإن سعر الإصدار هذا لا يجب أن يقل عن القيمة الإسمية للسهم . ولأسباب مالية بديهية ، فإنه يجب ألا يتم تحديده بأعلي من أسعاره فى البورصة : إن الأسهم الجديدة سوف لا تجد إذن أى مشترى لها .

إن المشروع يجب عليه إذن أن يحدد سعر الإصدار بين هذين الطرفين - القيمة الأسمية للسهم ، وسعر السهم في البورصة - وهذا يؤدى إلى

إحترام العديد من القيود :

- عدم الإضرار بالمساهمين الحاليين .

- تخفيض تكلفة العملية .

- الحماية من التخفيضات المحتملة لأسعار الأسهم بالبورصة والتى يمكن أن تصبح أقل من سعرالإكتتاب .

وسوف نتفهم ذلك الأمر عندما نقوم بتحليل كل من :

- التكاليف الظاهرية لعملية زيادة رأس المال .

- التكاليف الضمنية لعملية زيادة رأس المال .

❖ التكاليف الظاهرية لعملية زيادة رأس المال :

تتكون التكاليف الظاهرية لزيادة رأس المال عن طريق الأسهم من كل المصروفات التي يجب أن يوافق عليها المشروع للحصول علي التمويل الذى يريده وهى تشمل : أتعاب الإصدار ، الضرائب ، الرسوم وتوزيعات الأرباح ، وهذه الأخيرة تشكل إلى حد كبير المصروف الأكثر أهمية ويمكن التعبير عن هذه التكلفة بقيمة نقدية أو عن طريق نسبة محسوبة من القيمة المتحصل عليها .

إنه لا يمكن التحديد بكل دقة كيف ستكون عليه التكلفة الظاهرية لزيادة رأس المال عن طريق الأسهم : إن ذلك يعتمد فى الحقيقة علي توزيعات الأرباح فى المستقبل والتى سوف يتم دفعها كعائد على الأسهم المصدرة . وبعبارة أخري ، فإن التقدير المسبق للتكلفة الظاهرية لزيادة رأس المال تقوم دائما على أساس تنبؤآت تتعلق بتوزيعات الأرباح فى المستقبل.

ومع ذلك فمن [illegible] هذه التكلفة . ولكي تقوم بذلك ، فإننا سوف نستخدم الرموز التالية :

عدد الأسهم الجديدة المصدرة = M

سعر الإصدار (البيع) = C'

توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم في نهاية السنة t = D_t

التكلف الظاهرية لعملية زيادة رأس المال = c

وإننا سوف نفترض أن :

- إن عملية زيادة رأس المال تزود المشروع بقيمة من الأموال مساوية لـ $M\,C'$ ، مع خصم الأتعاب .

- توزيعات الأرباح فى المستقبل تعتبر هي المصروفات التى سوف تؤدي إليها هذه العملية .

وبواسطة هذين الإفتراضين ، فإننا نستطيع أن نستنتج أن التكلف الظاهرية لزيادة رأس إلمال يمكن قياسها بواسطة المعدل الذي يحقق المعالة التالية :

(معادلة ١)

$$M\,C' = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{M\,D_t}{(1+c)^t}$$

ولتبسيط هذه الصيغة لحساب التكلفة الظاهرية ، سنفترض – برغم أن ذلك قد يكون غير حقيقى – أن توزيعات الأرباح تتقاطع علي معدل

ثابت هو g_D ، فإننا سوف نحصل علي :

$$D_t = D_1 (1 + g_D)^{t-1}$$

إن المعادلة رقم ١ سوف تصبح إذن:

$$MC' = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{MD_1 (1 + g_D)^{t-1}}{(1+c)^t}$$

وبإفتراض أن توزيعات الأرباح المدفوعة فى نهاية السنة $t = 1$ تعتبر مساوية للتوزيعات الأخيرة للأرباح فى نهاية السنة D_o ، فإننا نحصل على :

$$MC' = \frac{MD_0}{C - g_D}$$

وأن التكلفة الظاهرية (C) تصبح مساوية لـ :

(معادلة رقم ٢) :

$$C = \frac{D_o}{C'} + g_D$$

مثال :

فى أبريل ١٩٩٣ قام أحد البنوك بإصدار أسهم جديدة بسعر ١٠٠٠ جنيه للسهم وخلال السنوات ١٩٨٢ - ١٩٩٢ ، فإن توزيعات الأرباح عن كل سهم تراوحت بين ٥٥ إلى ١٠٠ جنيه وهو ما تعلق بمعدل نمو سنوي

قدره (gD) ٦.٣٪ . وبافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة علي ما هي عليه ، فإن التكلفة الظاهرية للعملية تصل إلي حوالي :

$$\text{التكلفة (٢)} = \frac{١٠٠}{١٠٠٠} + ٦.٣\% = ١٦.٣\%$$

وبما أن توزيعات الأرباح قد تمت على أساس الأرباح بين الضريبة فإنه يجب مضاعفة هذا المعدل تقريبا إذا ما كانت الضرائب تصل إلي حوالي ٥٠٪ .

وكما نلاحظ ، فإن التكلفة الظاهرية لعملية زيادة رأس المال عن طريق الأسهم تعتبر عالية جدا . ولكي يمكن ضغطها ، فإنه يمكن أن نطالب بتخفيض فى توزيعات الأرباح لكل سهم . وفى الواقع العملى ، فإن مثل هذا القياس يقود عموما إلى إنخفاض هام فى أسعار الأسهم ولا يمكن إذن أن نواجه موقف عادى . والحل الوحيد هو أن المشروع يستطيع أن يحاول زيادة سعر الإصدار إذا كان ذلك ممكنا . وفى الحقيقة فإن التكلفة الظاهرية لزيادة رأس المال عن طريق الأسهم سوف تصبح أقل ، مع ثبات العوامل الأخرى على ما هى عليه ، عندما يكون سعر الإصدار عاليا .

ومع ذلك يجب ألا ننسى أن التكلفة الظاهرية بالنسبة للمشروع تتعلق بالعائد الظاهرى لمساهميه . فإذا ما إعتاد المشروع على إصدار الأسهم الجديدة بأسعار عالية نسبيا ، فإن المساهمين قد يواجهون مخاطر إنخفاض العائد الذى سوف ينتج عن ذلك وسوف يكونوا ضد عملية الإكتتاب .

إن تضارب المصالح أمر بديهي ، والحل يعتمد على علاقات القوة التي توجد بين المساهمين من جانب وبين إدارة المشروع من جانب آخر .

إنه سوف يصبح من الخطأ أن نحدد عملية تقدير تكلفة عملية زيادة رأس المال عن طريق الأسهم فقط بالتكلف الظاهرية . إن هذه الأخيرة ، تشكل النفقات التي تشكل عائد الأموال التي تم الحصول عليها وهي تعتبر ذات أهمية غير قابلة للنقاش ، ومع ذلك ، يبقي هناك تكلفة أخرى أكثر أهمية ، ألا وهى التكلفة الضمنية . ولنتذكر أن التكلفة الضمنية تعتبر ببساطة العائد المطلوب بواسطة المساهمين بالنسبة لوضع أموالهم تحت تصرف المشروع .

أن التكلف الضمنية تعتبر هى أصل وأساس التكلفة الظاهرية ، وليس العكس . وإنه من المحتم إذن دراسة التكلفة الضمنية لعملية زيادة رأس المال بشكل متعمق .

❖ التكاليف الضمنية لعملية زيادة رأس المال عن طريق الأسهم:

يمكن قياس التكلفة الضمنية لزيادة رأس المال تبعا لهذه التكلفة بالنسبة لحقوق الملكية الموجودة . وسوف نفترض إذن أن زيادة رأس المال سوف لا تؤثر علي المخاطر التي يواجهها المشروع . إن استخدام التكلفة الضمنية لحقوق الملكية والتي تقاس على أنها الحد الأدنى لربحية الأموال الجديدة المستثمرة وهي تشكل نقطة أساسية لحساب هذه التكلفة . وفي الحقيقة ، وفي كل ما يلى من خطوات ، فإننا سوف نبحث عن تحديد ماهية الربحية الدنيا التي يجب أن نستنتجها من خطة الإستثمار بالنسبة للمتطلبات المرضية للمساهمين ، وهذا يكون تبعا لشروط الاكتتاب التى

يعرضها المشروع بالنسبة لزيادة رأس المال المخصصة لتمويل هذه الخطط للإستثمار .

وعموما ، فإننا سوف نستخدم الرموز التالية :

عدد الأسهم الموجودة بالفعل $= N$

عدد الأسهم الجديدة المكتتب فيها بواسطة المساهمين $= n$

عدد الأسهم التى يتم الإكتتاب فيها بواسطة الغير $= m$

العدد الكلى لجميع الأسهم الجديدة التى تم إصدارها $= M$

وهي تساوى $= m + n$

ربح السهم قبل زيادة رأس المال $= B$

سعر السهم قبل زيادة رأس المال $= C$

سعر الإصدار ، خالص كل الأتعاب $= C'$

الربحية المحتملة للإستثمارات الممولة عن طريق زيادة رأس المال $= r$

التكلفة الضمنية لزيادة رأس المال $= k$

التكلفة الضمنية لحقوق الملكية $= y$

وللتبسيط ، فإننا سوف نفترض أن التكلف الضمنية لحقوق المكية قبل زيادة رأس المال تكون مساوية لـ :

$$y = \frac{B}{C}$$

وإننا سوف نميز بين الإحتمالين التاليين :

- أن المساهمين الحاليين سوف يكتتبون بالكامل فى عملية زيادة رأس المال .

- أن عملية زيادة رأس المال سوف يتم تغطيتها بالكامل عن طريق آخرين (غير المساهمين الحاليين) .

ومن البديهى أن يكون الربح الإضافي للإستثمارات الجديدة بواسطة المساهمين يساوى " rMC' " .

وأن المساهمين سوف يقبلون المساهمة فى عملية زيادة رأس المال إذا ما كانت القيمة الرأسمالية للأرباح الإضافية لا تقل عن تلك الخاصة بحقوق الملكية . أى أن

$$\frac{rMC'}{y} = MC'$$

وهذا يعني بوضوح أن ربحية الأموال الجديدة المستثمرة (r) يجب أن تكون على الأقل مساوية للتكلفة الضمنية لحقوق الملكية (y) لكى يفى ذلك باحتياجات السوق . إن التكلفة الضمنية لعملية زيادة رأس المال تعتبر إذن مساوية لـ : $k = r = y$

مهما كان سعر إصدار أسهم جديدة لرأس المال C' .

ثانيا - السندات التى يطرحها المشروع فى بورصات الأوراق المالية (أموال مقترضة) :

يعتبر الاقتراض عن طريق إصدار السندات أحد الأشكال الممكنة للتمويل طويل الأجل . وهو يتميز بحقيقة أنه فى الوقت الذى يكون فيه المدين أو المقترض شخص واحد فقط. فإن الدائنين أو حاملي السندات يكونون بشكل عام عددا كبيرا من المستثمرين غير المعروفين بشكل مباشر للمشروع المقترض .

وينقسم مبلغ الإقتراض عن طريق السندات إلى أجزاء صغيرة وهى تسمى صكوك لحاملها ، وهي تعتبر قابلة للتحويل . وبالنسبة للمشروع المقترض فإن عملية إصدار السندات تتضمن عرضا للإكتتاب العام وذلك عن طريق أحد البنوك التى تقوم بتوزيع هذه الصكوك الخاصة بالسندات على الجمهور مقابل أتعاب معينة . ويلاحظ أن حامل السند يعتبر دائنا للشركة المصدرة لهذه السندات وله حقوق معينة تتمثل فى :

- الحصول على فائدة سنوية محددة .
- الحق فى استرداد قيمة السند فى مواعيد الإستحقاق .

وبشكل عام يمكن القول أن هناك العديد من أنواع السندات التى يلجأ إليها المشروع للحصول على الأموال في الأجل الطويل وقد تكون هذه الإختلافات بسبب تواريخ استحقاق السندات أو الضمانات الخاصة بها أو من حيث قابليتها للتحويل إلى أسهم ...... إلخ .

وتلجأ مشروعات الأعمال عادة إلى الإقتراض طويل الأجل عن طريق

السندات بدلا من الأشكال الأخرى للتمويل طويل الأجل نظرا للمزايا التالية :

١ - أن تكلفة الإقتراض محددة سلفا (أى من قبل) . إن حاملي السندات لا يشاركون الشركة فى الأرباح التى يحققونها ، ولكن الشركة تلتزم فقط بدفع فوائد السندات .

٢ - وبالإضافة إلى أن تكلفتها محددة ، فإن عائد السندات غالبا ما يكون أقل من عائد الأسهم العادية .

٣ - لا يشارك حملة السندات مالكي الشركة في الرقابة عند استخدام القروض فى تمويل الشركة .

٤ - إن مدفوعات الفوائد على القروض تقتطع قبل حساب الضريبة.

٥ - تحقيق المرونة في الهيكل المالى للشركة بوضع شرط حق الاسترداد فى وثيقة التعاقد .

ومع ذلك فإن هناك عيوبا لإستخدام السندات للإقتراض طويل الأجل للمنشآت تتمثل فى :

١ - أن تكلفة القروض ثابتة فإذا تذبذبت مكاسب الشركة ، فقد تصبح غير قادرة على دفع التكلفة (فوائد) .

٢ - إن المخاطر العالية تؤدى لإرتفاع معدلات الرسملة Capitali-zation Rates على حقوق الملكية . وهكذا ، وبالرغم من أن الرافعة مفضلة وترفع من مكاسب السهم ، إلا أن معدلات الرسملة المرتفعة الذي تسببه الرافعة قد تسبب إنخفاض قيمة الأسهم العادية .

٣ - أن القروض عادة ما يكون لها تاريخ استحقاق محدد ، وأن المدير المالى للشركة يجب عليه تكوين احتياطى لتسديدها في ميعادها .

٤ - طالما أن القروض طويلة الأجل هى التزام لفترة طويلة ، فإنها تتضمن مخاطرة ، ويمكن أن تتغير التوقعات والخطط التي صدرت فيها القروض . وأن القروض يمكن أن تصبح عبئا . فعلى سبيل المثال ، إذا انخفض كل من الدخل ، العمالة ، مستوي الأسعار ، معدلات الفوائد بشكل كبير ، فإن الافتراض السابق باستخدام القروض طويلة الأجل فى تمويل احتياجات الشركة يمكن أن يكون سياسة مالية غير حكيمة .

٥ - أن العلاقة بين المقرض والمقترض التى توضحها وثيقة التعاقد ، يحتمل أن تكون شروطا متشعبة عما تكون علية وثائق العقود قصيرة الأجل . وعليه ، فإن الشركة يمكن أن تواجه كثيرا من المشاكل والقيود عما إذا استخدمت القروض قصيرة الأجل فى تمويل احتياجاتها المالية أو أصدرت أسهم عادية .

٦ - هناك حد أقصى فى الشركة للتمويل باستخدام القروض طويلة الأجل . ويجب أن يراعي هذا الحد المعايير العامة المتبولة للسياسة المالية التى توضح أن نسبة القروض لن تزيد عن حد معين . فإذا زادت القروض عن هذا الحد فإن تكلفتها تزداد بسرعة .

❖ تكلفة إصدار السندات (الإقتراض عن طريق السندات) :

إن تكلفة إصدار السندات بالنسبة للشركة المقترضة أو المصدرة لا تتوقف فقط على التكاليف الظاهرية المتمثلة فى سعر الفائدة الثابتة الذي

تدفعه الشركة لحاملى صكوك السندات ، ولكن هذه التكلفة تتوقف على مجموعة أخرى من العوامل مثل :

- مصاريف إصدار السندات من رسوم مختلفة وتكاليف الحملة الإعلانية وخلافه .

- عمولات الموزعين للسندات .

- مدة السندات .

- القيمة الإسمية للسندات .

- سعر الفائدة المذكور في عملية الإصدار .

- صافي المبلغ المقترض الذى حصلت عليه الشركة .

وبشكل عام ، يتم حساب التكلفة الضمنية لهذه العملية عن طريق المعدل ki الذى يحقق المعادلة التالية :

(المعادلة رقم ١)

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{I}{(1 + ki)^t} + \frac{R}{(1 + ki)^n}$$

حيث :

سعر السند فى البورصة بالجنيه = P

قيمة الفوائد السنوية المدفوعة لهذا السند = I

سعر سداد السند بالجنيه عند الإستحقاق = R

المدة بالسنوات التي يتم خلالها سداد السند = n

ويجب أن نؤكد أن المعدل الذى يتم الحصول عليه بهذه الطريقة يتعلق بالتكاليف الظاهرية لقرض السندات ، وأن هذه التكلفة الظاهرية تتكون من جميع المصروفات المرتبطة بالأموال التي تم الحصول عليها .

وبافتراض أن :

قيمة السند الإسمية بالجنيه = E

خصم الإصدار كنسبة من القيمة الإسمية = f

علاوة السداد معبرا عنها كنسبة من القيمة الإسمية = P

سعر الفائدة الخاص بالسند = i

القيمة السنوية الكلية للفوائد ($I = Ei$) = I

فترة السندات بالسنوات = n

سعر الفائدة بالسوق = ki

وبمجرد معرفة سعر الفائدة بالسوق ، فإن المشروع يجب أن يتخذ القرار الخاص بعملية إصدار السندات من حيث : مدة الإقتراض بالسنوات، سعر الفائدة الظاهرى ، سعر الإصدار ، وسعر سداد السندات .

وبعبارة أخري ، فإن هذا يرجع إلى البحث عن قيم كل من :

(n , i , f , p) التي تحقق المعادلة التالية :

(معادلة رقم ٢)

$$E(1-f) = \sum_{t=1}^{n} \frac{iE}{(1+ki)^t} + \frac{E(1+P)}{(1+ki)^n}$$

حيث تكون كل من (E , ki) معروفة ومحددة .

ويلاحظ أن المعادلة رقم ٢ تعتبر مماثلة للمعادلة رقم ١ وكذلك :

- إن التعبير (iE) يمثل القيمة السنوية للفوائد وهو يعتبر إذن مساويا لـ (I) .

- إن التعبير (E (1 - f يمثل السعر الذى تم إصدار السند به فى السوق المالي .

وبالتالي فإن المعادلة رقم ٢ تعتبر واضحة بديهيا وتدل علي :

- أن سعر الفائدة الظاهرى يعتبر فقط أحد العوامل التى تدخل فى حساب تكلفة الإقتراض عن طريق السندات .

- الأخذ فى الإعتبار بسعر الإصدار وبسعر سداد السند في تاريخ الإستحقاق .

- أن السعر الظاهري لفائدة السندات يختلف عن التكلفة الضمنية لإقتراض السندات .

ثالثا - القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل التي يحصل عليها المشروع من البنوك المتخصصة ، وهو ما يسمى بالإقراض المباشر :

ويقصد بالتمويل الخارجي متوسط الأجل ، القروض التي تحصل عليها الشركات لمدة تتراوح بين سنة إلي خمس سنوات . أما طويلة الأجل منها فهي قد تتراوح بين ١٠ إلى ١٥ سنة أو أكثر . وتمنح هذه القروض عادة عن طريق البنوك المتخصصة أو حتى البنوك التجارية التى أصبحت تتجه إلى الإقراض طويل الأجل في السنوات الأخيرة . وتمنح هذه القروض على أساس شروط وضمانات ومعايير معينة تضعها هذه البنوك . ويتم تسديد هذه القروض علي دفعات منتظمة متساوية خلال فترة هذه القروض . كما أن تكلفة هذا النوع من الإقتراض تعتبر مثل ما سبق أن شرحناه بالنسبة لتكاليف الإقتراض المصرفي .

الجزء الثالث : دراسة مقارنة بين ربحية الشركات من منظور التمويل الداخلي والخارجي وأثر ذلك على ربحية حقوق أصحاب المشروع والملاك

يهدف هذا الجزء إلي التعرف علي آثار التمويل بالإستدانة (التمويل الخارجي) علي ربحية المشروع وبصفة خاصة ربحية حقوق الملكية وكذلك أثر التمويل بالاستدانة على المخاطر التي قد يتعرض لها المشروع نتيجة للعجز عن الوفاء بالتزاماته في مواعيدها المحددة ونقصد بذلك أعباء الديون . إن ذلك كله يسمى بأثر المتاجرة على رأس المال Trading on equity أو أثر الرافعة المالية The effect of financial leverage ،

كما سوف يتضح من المعادلات التمويلية التى سوف نشرحها بعد ذلك .

❖ ربحية أصحاب المشروع (العائد على حقوق الملكية) :

إن الربحية الإقتصادية لا تعكس ما إذا كان المشروع قد قام بواجبه بشكل مرضى نحو مالكيه أو أصحابه ...... لذلك وجب أن نفحص كذلك ربحية حقوق الملكية أو " العائد علبي حق الملكية " :

ويعرف هذا العائد على أنه يساوى :

(بالطريقة المباشرة) = $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}}$ × ١٠٠ = xx٪

(حيث أن حقوق الملكية = رأس المال + الإحتياطيات + الأرباح المحتجزة)

ويمكن القول بأن العائد المحسوب بهذه الطريقة يعتبر مؤشرا جيدا لتقييم مقدرة المشروع علي تحقيق عائد على رأس المال المستثمر فيه من جانب أصحابه . غير أن بعض كتاب الإدارة المالية والتحليل المالي يفضلون حساب هذا العائد على أساس أنه يساوى :

= $\frac{\text{١٠٠ × Cash - flow}}{\text{حقوق الملكية}}$ = xx٪

أى = $\frac{\text{(صافى الربح + الإهلاكات والمخصصات) × ١٠٠}}{\text{حقوق الملكية}}$ = xx٪

ويعللون ذلك لنفس الأسباب السابق الإشارة إليها عند مناقشة موضوع الربحية الإقتصادية ، بمعني أن المشروعات تميل إلى تخصيص وإحتجاز أرباح كبيرة على شكل إهلاكات ومخصصات لتكوين الإحتياطيات السرية ، وليس نتيجة للمخاطر التى تتعرض لها بالفعل ، هذا وقد قمنا بالرد علي هذا التعليل كما سبق أن أوضحنا ، ولذلك فإننا لا نؤيد تماما الطريقة الأخيرة المتبعة عند حساب العائد على حق الملكية .

ويعنى حساب العائد علي حق الملكية على أساس " صافى الربح " أننا قد أخذنا فى الإعتبار العوامل التى سبق إستبعادها عند حساب الربحية الإقتصادية ألا وهي : تكلفة التمويل والضرائب . فإذا ما قمنا بتحييد العامل الضريبى فإن الربحية الخاصة بحقوق أصحاب المشروع لا تختلف عن الربحية الإقتصادية إلا من حيث تكلفة الإستدانة أوتكلفة الأموال الأجنبية عن المشروع . وكما يشير المثال التالى فان هذه الإستدانة يجب أن تكون مربحة لأصحاب المشروع بمعنى أنها تزيد من العائد علي حق الملكية .

مثال : المشروعين أ ، ب متماثلين فى جميع العوامل إلا فى طريقة التمويل ، حيث يعتمد المشروع أ على رأس مال فقط ، أما المشروع ب فيعتمد على الإستدانة بجوار رأس ماله :

	المشروع أ	المشروع ب
- أموال الغير (تكلفة ٧,٥٪)	----	٦٠٠٠٠ جم
- حقوق الملكية	١٠٠٠٠٠ جم	٤٠٠٠٠ جم
مجموع الميزانية	١٠٠٠٠٠ جم	١٠٠٠٠٠ جم
- الربح الإقتصادى (قبل الفوائد والضرائب)	١٤٥٠٠ جم	١٤٥٠٠ جم
- فوائد التمويل	---	٤٥٠٠ جم
- الربح قبل الضرائب	١٤٥٠٠ جم	١٠٠٠٠ جم
- الضرائب (٤٠٪)	٥٨٠٠ جم	٤٠٠٠ جم
- صافي الربح	٨٧٠٠ جم	٦٠٠٠ جم
- الربحية الإقتصادية (العائد علي الإستثمار)	١٤,٥ ٪	١٤,٥ ٪
-العائد على حق الملكية	٨,٧ ٪	١٥٪

فبالنسبة للمشروع أ ، الذى لا يعتمد على الإستدانة ، فإن الفرق

بين الربحية الإقتصادية (العائد علي الإستثمار) وبين العائد علي حق الملكية يرجع فقط إلي عامل الضرائب ، وللإقتناع يكفى أن نحسب العائد علي حق الملكية على أساس صافي الربح قبل الضرائب .

أما بالنسبة للمشروع ب ، فإن الفرق بين العائد علي الإستثمار والعائد علي حق الملكية يرجع بصفة خاصة إلى أسلوب التمويل . وفى الواقع فإن العائد على حق الملكية (بغض النظر عن الضرائب) يصل إلى ٢٥٪ في حين أن العائد علي الإستثمار يصل إلى ١٤،٥٪ . وبالتالي فإن الفرق يخضع كله للضريبة بمعدل ٤٠٪ . فالمشروع ب يستثمر الأموال بمعدل ١٤،٥٪ ويقترض بمعدل ٧،٥٪ وبالتالى فهو يحقق تحسينا فى ربحية أصحاب المشروع ناتجة عن الإستدانة أو طريقة التمويل .

ومن البديهي ألا تحقق الأستدانة دائما نتائج طيبة ذات تأثير موجب على ربحية أصحاب المشروع (العائد على حق الملكية) . فأثر الإستدانة قد يكون موجبا أو صفريا أو سالبا بحسب الفرق بين العائد على الإستثمار وتكلفة الإستدانة من جهة وبحسب نسبة الإستدانة إلى حقوق الملكية من جهة أخري كما يشير إلى ذلك حساب العائد علي حق الملكية بالطريقة التحليلية .

❖ العائد على حق الملكيـة (بالطريقة التحليلية) أو مكونات العائد علي حق الملكية :

فى المشروعات التجارية والصناعية يتم تحليل العائد على حق الملكية على أساس المعادلة التالية :

$$\text{العائد على حق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح} \times 100}{\text{حقوق الملكية}} = \text{xx}\%$$

$$= (1 - \text{معدل الضرائب}) \left[\text{العائد على الإستثمار} + \left(\text{العائد على الإستثمار} - \text{معدل الفائدة على الديون} \right) \times \frac{\text{أموال الغير}}{\text{حق الملكية}} \right]$$

بمعنى أن مكونات العائد علي حق الملكية تتمثل فى :

- معدل الضرائب ...... وهو يحسب على أساس أنه =

$$\frac{\text{الضرائب} \times 100}{\text{الربح قبل الضرائب}} = \text{xx}\%$$

- العائد على الإستثمار أو الربحية الإقتصادية.

- الفرق بين العائد على الإستثمار ومعدل الفائدة على الديون مضروبا في نسبة المديونية (أموال الغير) إلى حق الملكية .

وهذه العلاقة الأخيرة توضح ما يسمى بالمتاجرة على رأس المال أو أثر التمويل بالإستدانة أو أثر الرافعة المالية فى تحسين معدل العائد علي حق الملكية ...... وهى ما إذا كان الإقتراض مربحا لأصحاب المشروع أم لا.

ومن السهل إثبات هذه العلاقات كالآتي :

بفرض أن :

ق = حقوق الملكية

م = أموال الغير (الديون)

أ = مجموع الأصول
= (ق + م)

ح = صافي الربح

ع = الربحية الإقتصادية (العائد على الإستثمار)

ف = معدل الفوائد المدفوعة على الديون (متوسط سعر الفائدة)

ض = معدل الضرائب
= (الضرائب / الربح قبل الضرائب)

وبالتعريف فإن :

- الربح الإقتصادي (الربح قبل الفوائد والضرائب) = ع × أ

- الفوائد المدفوعة = ف × م

- صافى الربح (ح) = (١ - ض) (ع أ - ف م)

وبتحليل قيمة (أ) إلي عناصرها في جانب الخصوم نحصل على :

أ = (ق + م)

وبإحلال عناصر أ في معادلة صافى الربح المذكورة نحصل علي :

ح = (١ - ض) [ع (ق + م) - ف م]

ح = (١ - ض) [ع ق + ع م - ف م]

ح = (١ - ض) [ع ق + (ع - ف) م]

وبقسمة البسط السابق على حق الملكية (ق) حتي نحصل على العائد علي حق الملكية :

$$\frac{\text{ح}}{\text{ق}} = (\text{١} - \text{ض}) \left[\text{ع} + (\text{ع} - \text{ف}) \frac{\text{م}}{\text{ق}} \right]$$

$$= (\text{١} - \text{معدل الضرائب}) \left[\text{العائد على الإستثمار} + (\text{العائد على الإستثمار} - \text{معدل الفائدة على الديون}) \times \frac{\text{أموال الغير}}{\text{حق الملكية}} \right]$$

وهى الصيغة السابق الإشارة إليها عند حساب العائد على حق الملكية بالطريقة التحليلية .

ويتضح من الصيغة السابقة لحساب معدل العائد علي حق الملكية أن: ربحية حقوق أصحاب المشروع تعتمد على عنصرين مختلفين ومحددين هما :

- عنصر إقتصادى بحت والذى يتكون من الربحية الإقتصادية أو العائد علي الإستثمار . فإذا لم يقم المشروع بأى إستدانة من الغير ، فإن العائد على حق الملكية قبل الضرائب يتساوى تماما مع العائد على الإستثمار أو الربحية الإقتصادية . وفى مثالنا السابق فهى حالة لمشروع "أ".

- عنصر مالى تمت صياغته على النحو التالى : -

$$\left[(\text{العائد على الإستثمار} - \text{معدل الفائدة}) \times \frac{\text{أموال الغير (الديون)}}{\text{حق الملكية}} \right]$$

وهذا هو ما يسمى " بأثر الرافعة المالية " ...... وهو يعتمد على الفرق بين كل من العائد على الإستثمار ومعدل الفائدة على الديون من جهة ، وعلي العلاقة بين أموال الغير (الإستدانة) وحقوق أصحاب المشروع . ولذلك فمن المناسب ، عند إعداد أى تحليل مالي - أن نقوم بحساب المعدلين التاليين :

• المعدل المتوسط للفائدة = مجموع الفوائد المدفوعة / أموال الغير (الديون)

• معدل الرافعة المالية = أموال الغير (الديون) / حق الملكية

وبالنسبة لمثالنا السابق والخاص بالمشروع "ب" فإن هذين المعدلين كانا كالآتى :

٧.٥ ٪ (متوسط الفائدة علي الديون)

١.٥ مرة (معدل الرافعة المالية)

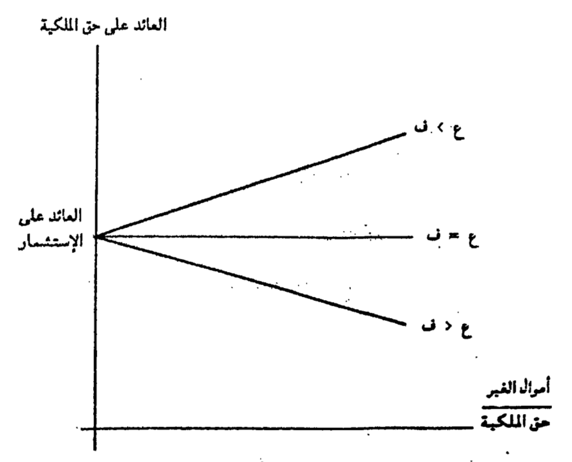
وبالتالى فإن حساب العائد علي حق الملكية أي ربحية أصحاب المشروع يتوزع كالآتى :

٦٠٠ / ٤٠٠٠ = (١ - ٠.٤) [١٤.٥ + (١٤.٥ - ٧.٥) × ١.٥]

= ٠.٦ (١٤.٥ + ١٠.٥)

= ٠.٦ × ٢٥٪ = ١٥٪

ومن البديهى أن " أثر الرافعة المالية " قد يكون موجبا أو صفريا او سالبا بحسب ما إذا كانت نتيجة (ع - ف) موجبة أو صفرية أو سالبة . وبيانيا يمكن عرض هذه الظاهرة على الوجه التالي :



ويتبين من هذا الرسم البياني أن الإستدانة قد تحدث آثارا ضارة وخطيرة إذا كانت الربحية الإقتصادية ،والعائد علي الإستثمار أقل من معدل سعر الفائدة الذي تم الإقتراض به ، وفي هذه الحالة يجب البحث وراء الأسباب التى أدت إلى إنخفاض الربحية الإقتصادية إلى مستوى يجعلها أقل من معدل الفائدة على الديون قبل إتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة سواء كان ذلك بتخفيض الإستدانة أو بالعمل علي رفع الربحية الإقتصادية . وبالعكس فإن الإستدانة لا تفيد أو لا تكون مربحة إلا إذا

كانت الربحية الإقتصادية أعلى من متوسط سعر الفائدة على الديون .

❖ **إستخدام الصيغة التحليلية لربحية حقوق الملكية في التطبيق العملي :**

قبل أن ندخل في صميم الموضوع لنتذكر أولا أن ربحية حقوق الملكية أو ربحية أصحاب المشروع (العائد على حق الملكية) الذي يحسب على أساس :

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{حق الملكية}}$$ ...... أمكن تحليله كالآتي

$$\frac{\text{ح}}{\text{ق}} = (1 - \text{ض}) \left[\text{ع} + (\text{ع} - \text{ف}) \frac{\text{م}}{\text{ق}} \right]$$

وابتداء من هذه العلاقة ، فإن المحلل المالي يمكنه أن يقيم ويحكم على مضمون ربحية حقوق أصحاب المشروع وخصائصها المختلفة والتي تكون أكثر أهمية في التطبيق العملي من مجرد العملية الحسابية نفسها . إن مثالا عمليا مبسطا يمكن أن يوضح هذا الغرض تماما (لتبسيط العرض سوف نقوم بتحييد أثر العامل الضريبي (ض) أي سوف نعتمد على صافي الربح قبل الضرائب) .

مثال :

لنفرض أن هناك ثلاث مشروعات "أ" ، "ب" ، "جـ" والتي تتساوي في العائد على الملكية ولكنها تختلف في مكونات هذا العائد كالآتي :

المشروع "أ" : ١٣ + (١٣ - ٥) × ٠.٢٥ = ١٣ + ٢ = ١٥٪

المشروع "ب" : ١٠ + (١٠ - ٥) × ١ = ١٠ + ٥ = ١٥٪

المشروع "جـ" : ٧ + (٧ - ٥) × ٤ = ٧ + ٨ = ١٥٪

ونلاحظ هنا أن ربحية حقوق الملكية متساوية في المشروعات الثالثة ، ولكنها أبعد من أن تكون متكافئة . ففي المشروع "أ" نجد أن العائد علي حق الملكية يعتمد أساسا على الربحية الإقتصادية ، في حين أن المشروع "جـ" تعتمد ربحية حقوق الملكية أساسا علي الإستدانة العالية . وبفرض ثبات جميع العوامل الأخرى علي ما هى عليه فإن المشروع "جـ" هو الذى سوف يكون أكثر تأثرا وحساسية لأى تغير فى الربحية الإقتصادية أو فى تغيرات سعر الفائدة فى السوق . ولكي نوضح هذه الظاهرة فسوف نقيم فرضين أساسين :

الفرض الأول : زيادة سعر الفائدة ١٪ مع بقاء العوامل الأخري ثابتة علي ما هى عليه .

الفرض الثانى : زيادة الربحية الإقتصاية ١٪ مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة على ما هى عليه .

ويوضح الجدول التالى الآثار المترتبة من هذين الفرضين علي ربحية حقوق الملكية أو ربحية أصحاب المشروع بالنسبة للمشروعات الثلاثة كالآتي :

	المعطيات	الفرض الأول	الفرض الثانى
المشروع "أ"	١٥٪	١٤,٧٥٪	١٦,٢٥٪
المشروع "ب"	١٥٪	١٤,٠٠٪	١٧,٠٠٪
المشروع "جـ"	١٥٪	١١,٠٠٪	٢٠,٠٠٪

ومن هنا يبدو بديهياً أهمية مكونات ربحية حقوق الملكية كعامل أساسي في تقييم الموقف المالى للمشروع والتى يجب دراستها وفحصها بعناية بالغة . فمن جهة نجد أنها تحدد إلى درجة كبيرة الحكم الذى يمكن أن يقام علي مقدرة المشروع علي تحقيق الأرباح لأصحابه بطريقة تتميز بالثبات النسبي . ومن جهة أخرى ، فهي تسمح للمحلل المالى بإنتقاد هيكل التمويل على أساس معطيات موضوعية وقابلة للقياس الكمي .

إن التمويل يمكن أن ينتقد تبعاً لمعايير مختلفة تماماً . فمن الممكن ، علي سبيل المثال ، إثارة الإنتباه إلى المشاكل المتعلقة باليسر المالى والسيولة والتوازن التمويلي وتكوين رأس المال العامل فى المشروع . ومن الممكن أن نركز على المشاكل المتعلقة بتكلفة التمويل والعائد المتوقع من الأموال التى يتيحها للمشروع . ومن وجهة النظر هذه ، فإن مكونات معادلة ربحية حقوق الملكية تشكل أداة تحليل ذات قيمة كبيرة . ومع ذلك فقد يكون من الخطأ أن تستخدم هذه المعادلة بطريقة آلية وإهمال العوامل الأخرى التى تؤثر مباشرة علي التمويل مثل نوع النشاط الإقتصادى للمشروع والمخاطر التى يتعرض لها وكذلك درجة تطاير الربح الإقتصادى .

ولكى نوضح ذلك ، نفترض أن المشروعات الثلاثة السابقة أ ، ب ، جـ تتعرض لنفس المخاطر ، كما أن درجة مرونة الربح الإقتصادى أو درجة تطايره متشابهة أيضا للمشروعات الثلاثة . فإذا كانت المخاطر على درجة عالية ومرونة الربح كبيرة ، فيمكننا أن نخلص إلى أن المشروع "جـ" يعتبر مثقلا جدا بالديون . ويمكن أن يقودنا التحليل إلى أكثر من ذلك :

فالربحية الإقتصادية لهذا المشروع (٧٪) تعتبر ضعيفة ، ولكن أثر الإستدانة قد أخفى هذا الضعف حيث أظهر ربحية مقبولة لحقوق أصحاب المشروع .

ولنفرض العكس ، أى أن المخاطر التى تتعرض لها المشروعات الثلاثة كانت ضعيفة ، وأن درجة مرونة الربح الإقتصادى منخفضة ، فإننا يمكننا أن نستنتج أن المشروع " أ " يمول وبدرجة عالية عن طريق أمواله الخاصة ، وأن هذه الحيطة التى يتبعها قد تكون مكلفة كثيرا . إن اللجوء إلى إستخدام التمويل عن طريق الإستدانة حتى لو كان قليلا سوف يسمح بزيادة ربحية حقوق أصحاب المشروع إلي حد كبير . وهذا الفرق بين العائد الحالى لحقوق الملكية والعائد المتوقع لها في حالة الإستدانة يمثل فى الحقيقة تكلفة هذه السياسة الحذرة التى يتبعها المشروع " أ " فيما يتعلق بهيكل التمويل .

فنفترض الآن حالتين مختلفتين ، أى أن المشروع " أ " يتعرض لمخاطرة كبيرة كما أن مرونة ربحه الإقتصادى عالية جدا ، في حين أن المشروع " جـ " على العكس يتمتع بدرجة مخاطرة صغيرة ، ودرجة مرونة ضعيفة . فإذا كان هذين الإفتراضين صحيحين ، فإن معنى ذلك أنهما

بين مشروعين بصياغة عكسية ... من حيث هيكل تمويل كل منهما . الأول يعتمد على أمواله الخاصة ، أما الآخر فيعتمد بدرجة كبيرة على الإستدانة . وبناءً على ذلك فيمكن التوصل إلى نتيجة في هذا الخصوص ، وهي : إذا كان الربح الإقتصادي يتعرض لدرجة تطاير عالية ، فمن الخطورة أن يلجأ المشروع إلي الإقتراض لأنه سوف يؤدى إلى درجة أعلي من تطاير الربح . وعلى العكس فإن المشروع الذى يتميز بمصروفات ثابتة قليلة يستطيع بدون خطورة كبيرة أن يؤدى لدرجة مرونة الربح حتى يستفيد أكثر من أثر الرافعة المالية .

وفى خلاصة فإن دراسة تطور ربحية المشروع تعتبر أساسية عند القيام بتحليل مالى تشخيصى . غير أن ذلك لا يسمح بإظهار الأهمية الخاصة لتدفق الأموال فى المشروع ...... ولذلك يجب الربط بين بيان تدفق الأموال (بيان مصادر وإستخدامات الأموال) وبين دراسة الربحية بأنواعها المختلفة .

إدارة الآلات والمعدات الرأسمالية

المقصود بالمعدات الرأسماليه الآلات والمعدات التى تظهر فى شكل أصول ثابته بقائمة المركز المالى للشركة . وهى تحتاج عناية خاصة من القائمين بعملية الشراء وذلك لإرتفاع حجم الأستثمارات فيها إذا ماقورنت بالإستثمارات فى الأصول الجاريه . أيضاً لأنها تحتاج لفتره زمنيه طويله وذلك حتى تستهلك ، وهو مايعنى أن الإستثمارات فى المعدات الرأسمالية تؤثر على إستراتيجيه المشروع التسويقيه والإنتاجية والماليه لفتره زمنيه طويلـه ، وهو مايعنى بالتبعيه أنه ليس من السهل التخلص من الآثار السلبيه التى تنشأ إذا ما اتخذ قرار خاطئا بالنسبه لهذا النوع من الأستثمارات ونتيجه لذلك فإن قرار الشراء فى هذه الحاله لابد وأن يختلف عن قرار الشراء بالنسبه للمواد الخام ومواد التشغيل وغيرها .

الأصول والمعدات الرأسماليه والعوامل التاليه تشرح الخصائص الرئيسيه لشراء.

خصائص قرار الشراء :

١- طول فترة المفاوضات بين المشترى والبائع : Extended Negotiation

تختلف عملية شراء المعدات والأصول الرأسماليه عن شراء المواد الخام والمهمات فى أنها تحتاج إلى دراسه دقيقة للعديد من العوامل المؤثرة فى قرار الشراء مثل العمر الإنتاجى ، وتكاليف التشغيل، وحجم الإنتاج المتوقع خلال وحده زمنيه معينه وغيرها من العوامل . وعادة مايقوم المشترى بالمفاضله بين عدة موردين بعكس الحال بالنسبه لشراء الخامات وغيرها حيث أنه بالنسبه لهذه الحاله الأخيرة تتكرر عملية شروط الشراء من نفس المورد بنفس لشروط الشراء السابق الإتفاق عليها بالنسبه للجوده والأسعار وغيرها ، ويظل الأمر كذلك إلى أن يظهر موردا آخر أكثر كفاءة بالنسبه لعناصر التقييم هذه حيث تقوم الشركه بالتفاوض معه على عملية الشراء بدلا من المورد السابق الذى أصبح فى ظل الظروف الجديده أقل كفاءه .

أما بالنسبه لشراء المعدات والآلات الرأسماليه فإن الأمر يختلف حيث تحتاج كل عمليه شراء على حده إلى مفاوضات مطوله ودراسه تفصيليه للعوامل المؤثره، وهو مايعنى أن عملية إعادة الشراء لاتتم بطريقه روتينيه فى ضوء الخبره السابقة مع المورد ، بل تحتاج كل عملية شراء على حده إلى دراسه مفصلـه تتعلق بعملية شراء بعينها . وبطبيعه الحال فإن الخبره السابقه مع أحد الموردين قد تدفع الشركة للتعامل معه عند إعادة الشراء فى المستقبل ، ولكن هذه الحالـه ليست شائعه كما هو الحال بالنسبه لشراء الخامات ومواد التشغيل .

٢- طول الفترة مابين إبرام عقد الشراء وما بين التوريد الفعلى للآلات :

والسبب فى طول الفتره مابين التعاقد والتوريد هو أن الآلات والمعدات المطلوبه قد تكون ذات مواصفات خاصه ، وبحيث يستلزم الأمر من المورد أن يقوم بتصميمها لكى تتفق مع إحتياجات عميل بعينه ، وحتى بالنسبه للآلات والمعدات النمطيه التى تنتج مقدما للسوق Mass Production فإن غالبيه الموردين لاينتجون كميات كبيره من أجل التخزين ، وذلك نظرا لزيادة تكلفه رأس المال المستثمر فى المخزون من الآلات فى هذه الحالة لأرتفاع تكلفة الأنتاج للوحده الواحده من المنتج النهائى بالمقارنه بالوحده الواحده من المواد الخام، وهذا يعنى أن المورد قد يحتاج لفتره طويله نسبيا وذلك حتى يقوم بتصنيع كميات تكفى حاجه الشركه المشتريه .

وهذا الموقف يستلزم من إدارة الشركه أن تكون قادره على تحديد الوقت المناسب للشراء بالدقه المطلوبه ، وأن تأخذ فى الأعتبار فتره الأنتظار ما بين إتمام التعاقد وما بين الحصول على الآلات والمعدات المطلوبه بالفعل .

٣- تعدد مراكز التأثير فى قرار الشراء :

نظرا لأن شراء المعدات الرأسماليه تحتاج عادة إلى مبالغ طائلـه إذا ما قورنت بالمواد الخام وغيرها لذلك فإن هناك أكثر من جهه تشترك فى إتخاذ قرار الشراء . بالنسبه للمواد الخام مثلا فإن الذى يقرر النوع والجوده هى الأقسام الطالبـه، مثل قسم الأنتاج ، بينما نجد أنه بالنسبة لشراء الآلات والمعدات الرأسماليه فإن قسم الأنتاج ، يلعب دورا أساسيا بطبيعة الحال فى قرارات الشراء ولكن هناك أيضا أقسام ومراكز سلطه أخرى داخل الشركة ، بل وقد تكون خارج الشركة تشترك فى إتخاذ القرار .

الإدارة العليا بالشركة مثلا تعتبر أن عملية شراء المعدات والآلات من العمليات التى تؤثر على إستراتيجية الشركة فى الأجل الطويل ، ولذلك فهى تعطيها أهمية خاصه تختلف كليه عن عملية شراء المواد الخام والمهمات . وأيضا فإنه نظرا للأثار الماليه التى تترتب على عملية الشراء لذلك فإن الإدارة الماليه بالشركه لابد وأن تشترك فى إتخاذ القرار حيث أنه لايجب أن تغفل أن الهدف النهائى من عملية الشراء فى هذه الحالة هو تعظيم الربح أو تعظيم العائد على الأستثمارات فى الآلات والمعدات المزمع شرائها . ولذلك فإن القرار يحتاج إلى دراسه تفصيليه ومقارنات بين بدائل متاحه من الآلات المختلفة وهو مايدخل ضمن إختصاصات الإداره الماليه .

٤- المرونة فى تغيير خصائص السلعه :

الآلات والمعدات الرأسمالية - بعكس الحال بالنسبه لمعظم أنواع المواد الخام - يسهل تغيير بعض خصائصها لتتفق مع الرغبات الخاصه للمشترى . ولكن بالرغم من أن هذا العامل يميز عملية شراء الخامات عن شراء الآلات الرأسمالية فإن الإمر يستلزم عدم المغالاه فى تحديد خصائص معينة فى الالآت المطلوب شرائها بحيث تجعلها تختلف كثيرا عن تلك المنتجه بواسطة المورد حاليا حيث أن الشركة المشتريه لابد وان تتحمل فى النهايه التكاليف الإضافيه الخاصه بتعديل المواصفات النمطيه إلى مواصفات خاصه بها . وهذا يستلزم النظر إلى قرار الشراء فى هذه الحالـه ليس من الجانب الهندسى فقط ولكن من الجانب الأقتصادى أيضا وهو مايستلزم إشتراك الإدارة الماليه وإدارة المشتريات فى قرار الشراء .

٥ـ الحاجة إلى الأحتفاظ بسجلات تفصيلية .

من الضرورى الإحتفاظ بسجلات تفصيليه بالنسبه للآلات والمعدات المشتراه بعكس الحال بالنسبة لأصناف المشتريات الأخرى . وهذه السجلات تتضمن إسم المورد ونوع الآله والموديل وسنة الصنع وغيرها من البيانات . وهذه البيانات مهمه من عده نواحى ، فهى أولا تستخدم فى حالات شراء قطع الغيار وإحلال آله محل الأخرى ، وكذلك فى عمليات الصيانه والاصلاح ، وثانيا فهى تستخدم بواسطة الإدارة الماليه فى

تحديد قسط الإستهلاك وأيضا فى تحديد العائد على الإستثمارات فى هذه الآلات . وتظهر أهمية هذا الموضوع بوجه خاص بالنسبه للشركات التى تستخدم أنواعا عديده من الآلات والمعدات الرأسماليه التى تختلف من حيث النوع ومصدر الصنع وغير ذلك من العوامل التى تستلزم الأحتفاظ بسجلات تفصيليه بالنسبة لكل مجموعه على حده كما هو الحال بالنسبه لمجمع الحديد والصلب ووزارة الكهرباء وشركة مصر للغزل والنسيج بالمحله الكبرى وغيرها من الجهات التى تتزايد فيها حجم الإستثمارات الرأسمالية والتى لابد وأن يتوافر لديها بنك معلومات كامل Data Bank عن هذه الإستثمارات .

٦- إرتفاع قيمة أمر الشراء وعدم تكرار عملية الشراء خلال فترات قصيرة :

ترتفع تكلفة شراء الوحده الواحده من الآلات والمعدات عنها بالنسبه لتكلفه شراء الوحده الواحده من المواد الخام ومهمات التصنيع، والسبب فى ذلك يرجع إلى زيادة تكلفة القوى العاملة فى الحالة الأولى عنها بالنسبة للحالة الثانيه حيث يحتاج الأمر من المورد أن يتحمل مصروفات إختراع الآله الخاصه به أولا ، وثانيا مصروفات تصنيعها وبيعها ، وكل هذه المصروفات لابد وأن يتحملها المشترى فى النهايه. ونتيجه لإرتفاع تكلفة شراء الوحده الواحده من الآلات والمعدات، لذلك فإن قرار الشراء يحتاج لعنايه خاصه حيث يؤثر على مركز الشركه المالى فى الأجل القصير والطويل .

أيضا فإن قرار الشراء لايتكرر إلا خلال فترات زمنيه متباعده ، وهو ما يعنى بالتبعية أنه يجب النظر إلى كل عملية شراء جديدة على أنها تمثل عمليه قائمه بذاتها بالتالى فإن الأمر يستلزم تقييم كل هذه الجوانب الأقتصادية والفنية وغيرها ليس فى ضوء عمليات الشراء السابقه فقط ولكن فى ضوء الظروف الجديده والملابسات المحيطه بها .

٧- تأثير قرار الشراء على نظام الإنتاج وأنواع التجهيزات الرأسماليه الحاليه :

غالبا ما يؤثر قرار شراء أنواع جديده من الالات والمعدات على التجهيزات الرأسماليه المستخدمه قبل تقرير عمليه الشراء مثل آلات القوى المحركه وبعض آلات التشغيل ، بل وأحيانا أنواع الخامات المستخدمه . ولاشك أن هذه العوامل جميعا لابد وأن تدرس وذلك قبل إتخاذ قرار الشراء حتى لاتشترى مجموعة من الآلات ثم تظل عاطلة نتيجة لعدم توافر النوع المناسب من آلات القوى المحركة لتشغيلها أو نتيجة لعدم توافر الخامات التى تتفق مع مواصفات هذه الآلات الجديدة .

هناك نقطه أخرى يجب الاهتمام بدراستها مقدما مع المورد وذلك قبل إبرام التعاقد حيث تتمثل فى أسعار قطع الغيار الخاصه بالآلات المزمع شرائها . السبب فى ذلك يرجع إلى أنها تحتاج مبالغ طائله قد تتساوى فى الأجل الطويل مع ثمن شراء الآله نفسها وهو ما يعنى أخذ هذا العامل فى الإعتبار عند إجراء عمليه المقارنه بين آله وأخرى .

٨ _ الخدمة الفنيه تعتبر من العوامل الهامة المؤثرة فى قرار الشراء :

يحتاج المشترى إلى العديد من الخدمات التى يجب أن يؤديها المورد، حيث يستلزم الأمر-تحديدها بشكل واضح فى عقد الشراء، وهو ما يعنى تحديد أنواع الخدمات المقدمه بواسطة المورد وتكلفه كل منها ونصيب كل من المورد والمشترى من هذه التكاليف . وهذه الخدمات تتضمن خدمة تركيب الآلات installation وتجربتها قبل بدء التشغيل . وعادة مايكون دور المورد فى هذه الحاله هو مجرد توجيه وملاحظه الفنيين بالشركة المشتريه، وذلك أثناء قيامهم بعمليات تركيب الآلات المشتراه ، وفى مثل هذه الحاله فإن الشركه المشتريه تتحمل تكاليف منخفضه نسبيا نظير عملية الأشراف من طرف المورد . أما فى الحالات التى تكون فيها عمليه تركيب وتجربه الآلات مهمه من وجهه نظر المورد وذلك لتأثيرها المباشر على سمعته بالسوق فإنه قد يقوم بالكامل وذلك نظير تحمل الشركه المشتريه بهذه التكاليف إما بالكامل أو بجزء منها طبقا لظروف الموقف .

من الخدمات الهامه التى يجب الاتفاق عليها أيضا هى خدمه تدريب العاملين بالشركة المشتريه على كيفية تشغيل الآلات ، وغالبا ما يتحمل المورد بهذه التكاليف وخاصه فى حالات التدريب التى لاتحتاج لفترات زمنيه طويله . هناك خدمة الصيانه والتى يستلزم الأمر الاتفاق عليها مع المورد، وهنا يجب أن نفرق بين نوعين من خدمه الصيانه . النوع الأول يتمثل فى خدمه الصيانه التى تقدم خلال فتره ضمان الالــه Gourantee Period وهذه يتحملها المورد بالكامل وتلك التى تقدم بعد إنهاء فترة الضمان ، وهذه يتحملها المشترى بطريقه أو بأخرى ، ويستلزم الأمر بالتالى تحديدها والاتفاق عليها مقدما مع المورد .

أجراءت شراء الآلات والمعدات الرأسماليه : Procedures

هناك مجموعة من الخطوات أو الأجراءت التى تمر بها عملية شراء الآلات والمعدات . وبطبيعة الحال فإن هذه الخطوات تختلف من شركة لأخرى نتيجه لإختلاف دور الادارات المختلفه فيما يتعلق بتحديد نوع وعدد الآلات المطلوبه وحجم الأموال المتاحه للاستثمار فى الآلات وغير ذلك من العوامل، وهذا يعنى أن إجراءات الشراء التاليه تمثل الخطوط العامه ومن المحتمل أن تختلف من شركه لأخرى .

١- تحديد الحاجة لشراء الآلات Needs

تحديد الحاجة لشراء الآلات تستلزم دراسه الطرق الحاليه لأداء مختلف العمليات الصناعية وتحديد البدائل الأخرى المتاحه للآداء وأثر كل منها على التكلفه النهائيه وأنواع الآلات التى يمكن إستخدامها فى تنفيذ العمليات المقترحه، وأثر كل منها على التكاليف والعائد المتوقع الحصول عليه . والحاجه لشراء الآلات تبدأ أساسا من أقسام الإنتاج بالشركة ، ومع ذلك فإن عملية تقييم ما إذا كانت هناك حاجه حقيقيه لشراء الآلات أم لا وأثر ذلك على العائد الصافى للشركه فى المستقبل تستلزم إشتراك الإدارات المختلفه مثل الإداره الماليه وغيرها .

ودور إدارة المشتريات خلال هذه المرحله يتمثل فى توفير المعلومات المطلوبه للأقسام المشتركه فى عمليه التقييم وذلك حتى تتخذ قرارها على أساس سليم، وهو مايعنى إمداد هذه الأقسام بمعلومات عن أنواع الآلات والمعدات المتاحه بالأسواق وتكاليف ومواعيد التسليم المتوقعه وغير ذلك من المعلومات ويكون دور الإداره الماليه هو دراسة الجدوى الماليه للإستثمار فى الآلات الجديده، ودور إداره الإنتاج أو الإدارات الأخرى التى ستقوم بإستخدام الآلات هو دراسه الجدوى الفنيه لها .

٢- تحديد المواصفات :

بعد تحديد الحاجه لشراء بعض الآلات لأداء بعض العمليات الصناعية المطلوبه تأتى عملية تحديد المواصفات specifications وفى هذا المجال فإنه توجد هناك ثلاثه مجالات للاختيار من بينها . أولها : تتمثل فى شراء آلات عامه common أى ليست ذات مواصفات خاصه تختلف عن تلك المستخدمه بواسطه الشركات الأخرى وفى مثل هذه الحالة فإنه نظرا لأن هذه الآلات لاتحتاج إلى مجهودات إضافيه من المورد لتعديلها ، لذلك فإنه يمكن للشركة الحصول على مثل هذا النوع بأسعار معقوله نسبيا إذا ماقورنت بأسعار الآلات التى تصنع خصيصا لمقابلة حاجة الشركه المشتريه . أيضا يمكن للشركه المشتريه فى هذه الحاله ان تحصل على مثل هذا النوع من الآلات بسرعه دون إنتظار لفترة طويله حتى يقوم المورد بتصنيعها حيث عاده ما يقوم المورد بإنتاج مثل هذا النوع من الآلات مقدما ويقوم بتخزينه لفتره معينه حتى يطلب بواسطة أحد المشترين .

هناك نوع آخر من الآلات يحتاج إلى تعديلات بسيطه بالنسبه للآلات النمطيه وذلك حتى يتفق مع رغبات المشترى ،وفى مثل هذه الحاله لابد من الإتفاق مقدما على هذه التعديلات وتحديد تكلفتها وذلك حتى لايحدث خلاف أثناء عمليه التوريد الفعلى .

وأخيرا هناك نوع ثالث من الآلات يصنع بالكامل لكى يتفق مع بعض الحاجات الخاصه بالمشترى ، ويستلزم الأمر فى مثل هذه الحاله تحديد المواصفات المطلوبه بدقه ووضوح، ومناقشه كافة الجوانب المتعلقه بالتصميم الفنى مع المورد فإذا لم يتوافر لدى الشركه المشتريه الخبرات الهندسيه القادره على تحديد هذه المواصفات بالدقه المطلوبه يمكنها فى مثل هذه الحاله الأعتماد على بعض الموردين الموثوق فى كفاءتهم للقيام بهذه المهمه . وعاده ما يتم ذلك بإختيار مورد وحيد وإسناد العمليه له بالكامل وذلك بدلا من الأعتماد على المناقصات العامه التى قد لاتتفق مع هذا النوع من الآلات .

٣- التفــاوض : Negotiation

خلال هذه المرحله تكون المواصفات المطلوبه فى الاله الجديده قد تم تحديدها بدقه وتكون إدارة المشتريات قد جهزت قائمه بأسماء الموردين الذين يمكن الأعتماد عليهم حيث تطلب من كل منهم أن يقدم العطاء الخاص به وذلك بعد الحصول على قائمه بالمواصفات المطلوبه (عاده ما يتم ذلك بالنسبه للآلات النمطيه وتلك التى تحتاج إلى تعديلات بسيطه فى المواصفات النمطيه) . وهناك نقطه هامه يجب التأكد منها خلال هذه المرحله حيث تتمثل فى قدره المورد على تسليم الآلات المطلوبه فى الموعد المتفق عليه ويتم ذلك عن طريق جمع البيانات الكافيه عن إمكانيات كل مورد وعلاقته مع عملائه، على ان يدعم ذلك بالنص على موعد محدد للتسليم فى عقد الشراء وتحديد غرامه ماليه فى حالة تأخر موعد التسليم عن الموعد المتفق عليه .

٣- إعداد أمر الشراء : Ordering

بعد الاتفاق على مورد معين يستلزم الأمر من إدارة المشتريات أن تناقشه فى كافة جوانب عمليه التوريد ، على سبيل المثال يجب الإتفاق على طريقة الدفع، وهل سوف تتم نقداً أم بالأجل، وإذا كانت بالأجل فما هى مهله الدفع المسموح بها وكذلك يجب الأتفاق على وسيلة النقل ونوع العبوه حيث قد تفضل إدارة المشتريات أخذ إحتياطيات معينه أثناء عمليه التعبئه والشحن للمحافظه على السلعه، وكل هذه العوامل يجب الإتفاق عليها مع المورد .

٥- المتابعــة : Follow – up

نظرا لأن الفترة مابين الاتفاق مع المورد على الشراء ومابين إستلام الآلات تطول عادة بالنسبه للآلات والمعدات الرأسماليه لذلك فإن قيام إدارة المشتريات بمتابعةتنفيذ المورد لتعهداته تعتبر عمليه مهمه فى هذه الحاله . وبالنسبه لبعض الآلات ذات المواصفات الخاصه فإن الأمر يستلزم الاتفاق على مواصفات الأجزاءالمختلفه للآله وذلك قبل بدأ عملية التصنيع بواسطه المورد ، وهو ما يعنى ضروره الاتصال المستمر ما بين إدارة المشتريات والمورد وذلك لمعرفة وجهه نظره فى هذا المجال وإبلاغها للأقسام الطالبه مثل قسم الإنتاج .

يستلزم الأمر أيضا خلال هذه المرحله الاتفاق مقدما على مراحل تنفيذ أمر الشراء فيما يتعلق بالأجزاء المطلوب تصنيعها والوقت المطلوب للأنتهاء من كل جزء وهذا عامل مهم حيث يتيح لإدارة المشتريات أن تتابع مراحل التنفيذ المختلفه ومدى إلتزام المورد بالمواعيد المتفق عليها ، وذلك بدلا من الانتظار حتى يحل موعد التسليم ثم تجد أن المورد لأمر أو لآخر لم ينفذ تعهداته .

المقارنه بين الإستثمار فى الآلات الجديدة أو المستعمله :

ليس من الضرورى أن تقوم الشركه بشراء آلات جديدة حيث قد يفضل البعض منها الإعتماد على الآلات المستخدمه والتى ترغب بعض الشركات الأخرى فى التخلص منها ، وعموما فإن قرار الشراء فى هذه الحاله يعتمد على ظروف الإنتاج والظروف الماليه الخاصه بالشركه المشتريه ومزايا وعيوب كل بديل من بين هذين البديلين وهى التى ستناقش فيما يلى :

العوامل التى تدفع لإستثمار فى الآلات الجديده :

هنـاك مجموعة من العوامل قد تدفع الشركه على تفضيل الآلات الجديده على القديمه حيث تتمثل فى الاتى :

١ - العمر الإنتاجى :

زيادة العمر الإنتاجى للآلات الجديده عن الآلات المستعمله، وهو مايعنى الإستفاده منها فى عمليات الإنتاج لعدد أكبر من السنوات القادمه . ويظهر هذا العامل بوجه خاص بالنسبه لبعض أنواع المعدات مثل الروافع ومعدات البناء حيث أن شراءها مستخدمه يعنى عدم الأستفاده منها إلا لعدد محدود من السنوات فى المستقبل ، فإذا وضعنا فى الإعتبار أن العمر الإنتاجى لمثل هذا النوع من المعدات قصير نتيجه لظروف الأستخدام إتضح لنا أن بعض الشركات قد تفضل شرائها جديده .

٢- الرغبه فى توحيد العمر الإنتاجى لجميع الآلات :

قد تكون الشركه قد انتهت لتوها من تجهيز بعض الأقسام الإنتاجيه بالآلات والمعدات الجديده ولذلك يصبح من غير المنطقى شراء آلات مستعمله واستخدامها فى عمليات الإنتاج مع الآلات الجديد حيث قد تتفاوت الكفاءه الإنتاجيه لكلا النوعين فى المستقبل بحيث يترتب على ذلك وجود بعض الاختناقات فى العمليه الأنتاجيه وقد يترتب على ذلك تعطل الآلات الجديده أو عدم تشغيلها بكامل طاقتها .

٣- الرغبه فى الاستفاده من التطور التكنولوجى فى تصنيع الالات :

هناك منافسه حاده بين المنتجين للآلات والمعدات فى تقديم تصميمات جديده باستمرار أكثر إنتاجيه وأقل من حيث تكلفة التشغيل، وقادره على تنفيذ عمليات صناعيه جديده لاتؤديها الآلات الحاليه نتيجه لذلك فقد تفضل بعض الشركات الأستفاده من هذه المزايا وذلك عن طريق شراء الآلات الجديده .

٤- تخفيض تكلفة الصيانة :

هذا العامل أخذ يزداد فى أهميته خلال السنوات الإخيره وذلك لأرتفاع أجور العماله الماهره، ونتيجة الرغبه فى تخفيض وقت العطل فى الآلات لما لذلك من اثار ضاره على معدلات تشغيل الطاقه الإنتاجيه .

وبطبيعة الحال فإن تكلفة الصيانه بالنسبه للآلات الجديده لابد وأن تكون أقل من تلك الخاصه بالآلات القديمه ، ولذلك فإن بعض الشركات قد تفضل شرائها نتيجة لهذا العامل يضاف لما سبق الآلات الجديده لاتحتاج إلى استثمارات كبيره فى قطع الغيار المخزونه وهو ما يعنى إنخفاض تكلفة تخزين قطع غيارها إذا ما قورنت بالآلات المستخدمه .

٥- القدره على مقارنة العطاءات المقدمه بدقه أكثر .

فى حاله شراء آلات جديده فإن الشركه المشتريه تطلب من الموردين الذين تتوافر لديهم القدره على إمدادها بالآلات المطلوبه أن يقدموا عطاءاتهم ، وفى مثل هذه الحاله يكون من السهل أن تقارن بين مختلف العطاءات وتختار أنسبها، بينما قد يصعب ذلك بالنسبه للآلات المستعمله حيث من النادر أن تتشابه الآلات المقدمه فى العطاءات من حيث سنوات التشغيل السابقه ونوع التصميم وكفاءة التشغيل وبالتالى قد لايسهل الأختيار فيما بينها .

٦- الرغبة فى تصميم آلات خاصه لتتفق مع إحتياجات الشركه:

سبق أن ذكرنا أن هناك بعض الشركات التى تفضل تصميم نوع من الآلات يتفق مع إحتياجاتها وفى مثل هذه الحاله لايكون أمامها إلا شراء الآلات الجديده .

العوامل التى تدفع للإستثمار فى الآلات المستخدمه :

هناك مجموعه من العوامل تضع الآلات المستعمله فى موقف أفضل من الآلات الجديده تتمثل فى الآتى :

١- إنخفاض سعر الشراء :

السعر يعتبر عامل هام فى تفضيل بديل معين على غيره من البدائل وخاصة بالنسبه للشركات ذات المركز المالى الضعيف . وبالرغم من أن السعر أو تكلفة الشراء هى عامل نسبى أى يجب مقارنته فى ضوء مجموعة من العوامل الأخرى مثل كفاءه

التشغيل والعمر الإنتاجي وغيرها ، إلا أن الظروف الماليه للشركه قد تحتم عليها إعطائه أهميه خاصه . وفي أحيان معينه قد تكون الشركه المشتريه فيحاجة لبعض الآلات لتنفيذ مشروع بعينه مثل بناء سد أو شق طريق أو غير ذلك وهي إذا قامت بمقارنه الدخول في المناقصه لتنفيذ المشروع المطلوب والإعتماد على بعض الآلات المستخدمه قد يتضح لها أن العائد الذى سوف تحصل عليه يفوق كثيرا الأموال المطلوب دفعها للحصول على الآلات المستعمله، وقد يدفعها ذلك بالتالي لشراء مثل هذا النوع من الآلات .

٢- سرعه الحصول على الآلات :

يطبيعة الحال فإن الآلات المستعمله يسهل الحصول عليها خلال فتره زمنيه وجيزه بعكس الحال بالنسبه للآلات الجديده والتى قد لاتكون متوافره بمخازن المورد وتحتاج بالتالي فتره طويله نسبيا لتصنيعها . ويظهر هذا العامل بوجه خاص في حاله بعض الشركات التي توجد لديها بعض أقسام الإنتاج العاطله نتيجه لتقادم آلاتها وعدم توقعها هذا العطل الذى قد يحدث بشكل مفاجئ لأى سبب ،من الأسباب وفي مثل هذه الحالة فإن تكلفه بقاء إحدى أقسام الإنتاج عاطله في أنتظار قيام المورد بتصنيع بعض الآلات الجديده لحساب الشركة قد تفوق العائد المتوقع الحصول عليه من وراء تفضيل الآلات الجديدة على الآلات المستعمله، ولايصبح أمام الشركه في مثل هذه الحاله الا أن تشترى بعض الآلات المستخدمه وذلك حتى تضمن سرعه التسليم وعدم تعطل أحد أقسامها .

٣- التصميم الخاص بالآلات المستخدمه حاليا .

في أحيان معينه قد تكون إحدى الشركات قد سبق لها شراء آلاتها خلال سنوات طويله سابقه ثم حدث عطل بالنسبه لبعض هذه الآلات بحيث قد تفضل الشركه شراء آلات من نفس النوع نتيجه لعوامل فنيه أو إنتاجيه فإذا ذهبت إلى سوق الآلات الجديده فقد يتضح لها أن التصميمات الحديثه تختلف عن التصميمات الخاصه بالآلات المتوافره لديها وهي في مثل هذه الحاله قد تفضل اللجوء إلى سوق الآلات المستخدمه لعلها تجد بعضها من نفس نوع الآلات التي تستخدمها حاليا .

٤- القدرة على فحص الآله قبل الشراء :

بالنسبة للآلات القديمه فإن المشترى يستطيع أن يختبرها بنفسه بعكس الحال بالنسبه للآلات الجديده التى تصنع خصيصا لمقابلة رغبات المشترى حيث لايمكن الحكم عليها إلابعد الإستلام الفعلى حيث قد تتضح بعض الأخطاء فى التصميم وقد تضطر الشركه المشتريه لتجاهلها مجبرة وذلك لتوفير الوقت المطلوب للبحث عن مورد جديد .

المقارنه بين الشراء والأستئجار للآلات : Purchasing or Leasing

فى حالات معينه قد يفضل المشترى أن يؤجر بعض الآلات بدلا من شرائها وهو فى سبيل ذلك من الضرورى أن يقوم بتحليل العائد الأقتصادى الذى سوف يعود عليه فى كل حاله على أن يأخذ فى الأعتبار الظروف الماليه الخاصه به، وطبيعة العمليات الصناعيه المطلوب شراء أو تأجير الآلات من أجل القيام بها ، وهل هى تتميز بالأستمراريه أم أنها مجرد عمليات طارئه وغير ذلك من العوامل التى نتعرض لها بإختصار فيما يلى :

الأسباب التى تدعوا للاستئجار :

من الأسباب الرئيسيه التى تدفع إلى تأجير الآلات بدلا من شرائها هى طبيعةالعمليات الصناعيه فالعمليات الصناعية العارضه أوالغير مستمره طوال حياه المشروع من الممكن تأجير بعض الآلات للقيام بها وذلك بدلا من شراء بعض الآلات وتركها عاطله بعد الإنتهاء من تنفيذ العمليات الصناعيه المطلوبه . على سبيل المثال فقد تستلزم طبيعة بعض عقود البناء من إحدى الشركات ان تقوم ببناء مبنى يعلو فوق ثلاثون طابقا مثلا وهى تعلم أن مثل هذا النوع من المبانى عارض وأنه قد لايتكرر إلا بعد عدد طويل من السنوات فى المستقبل لذلك فهى قد تؤجر بعض الروافع لنقل مواد البناء للطوابق العليا وذلك بدلا من شرائها .

ومن الأسباب الأخرى التى تدعوا إلى التأجير ظهور عطل فى بعض الآلات الحاليه ، ونتيجة لذلك فإنه بدلا من ترك المصنع معطل حتى يتم إصلاح هذه الآلات فقد تقوم الشركه بتأجير بعض الآلات طوال فتره الإصلاح .

أيضا فقد يكون تأجير الآلات هو البديل الوحيد المتاح أمام إدارة الشركه وذلك فى حالة وجود بعض الالات التى تؤدى بعض العمليات الصناعيه المتميزه والتى لاتوجد آله أخرى يمكن أن تقوم بأدائها وحيث يشترط المورد التأجير بدلا من بيع الآله وذلك حتى تتوافر له درجه أكبر من الرقابه على إستخدام الآله ويعمل على حمايتها من التقليد ورغبه أيضا فى الحصول على دخل أكبر فى الأجل الطويل وفى نفس الوقت فقد تتميز أنواع معينه من الآلات مثل آلات عرض البيانات وإسترجاعها وبعض أنواع الحاسبات الآليه بالتغير المستمر فى تصميمها وفى وظائفها وذلك نتيجه للمنافسه الحاده مابين الشركات المنتجه وقد يرغب المشترى فى أستخدام مثل هذا النوع من الآلات ولكنه يخشى أن يشترى آله جديده اليوم ثم يجدها قد أصبحت متقادمه خلال شهور معدوده، ولذلك فهو يفضل الإتفاق مع المورد على التأجير حيث يعطيه ذلك الفرصه للحصول على التصميمات الحديثه من هذا النوع من الالات باستمرار .

وأيضا فقد تفضل عمليه التأجير على الشراء وذلك بالنسبه لبعض أنواع الآلات التى تحتاج خبرات خاصه بالنسبه لعمليه الصيانه والإصلاح التى قد لاتكون متوافره لدى المشترى، ولذلك فهو قد يفضل أن يلقى هذا العبء على الشركه المنتجه . على سبيل المثال فقد تكون تكلفه إيجار بعض المصاعد الكهربائيه أقل من تكاليف صيانتها وشراء قطع الغيار الخاصه بها ولذلك قد يفضل المشترى الإيجار على الشراء فى مثل هذه الحاله . على سبيل المثال لقد أعدت بعض الدراسات على عينه من المصاعد الكهربائيه فوجد أنها طوال عمرها الإنتاجى الذى قدر فى هذه الحاله بخمسه أعوام حيث تستخدم بالنسبه لبعض ناطحات السحاب بنيويورك أو ١٠,٠٠٠ ساعه عمل والتى تعادل قطع مسافه ٣٥٠,٠٠٠ ميل بالسياره نتيجه لقطع المصاعد لهذه المسافه فى المتوسط لذلك فهى تحتاج إلى عمليات صيانه وإصلاح مستمره ، ولقد حسبت عدد ساعات العطل بغرض الإصلاح فوجد أنها تصل إلى ٩٠٠ ساعه أو ٢٢ أسبوع طوال عمرها الإنتاجى، وبأخذ ذلك فى الاعتبار وكذلك تكلفه قطع الغيار وأجور عمال الصيانه وجد أن تكلفه الصيانه وصلت إلى ٩٠ % من السعر الخاص بشراء المصعد [1] ، وهو مايعنى أن المصعد يكلف الشركه مثل ثمنه تقريبا فى شكل صيانه وإصلاح .

---

[1] J. H. Westing, I. V. Fine, and Gary J. Zeny, p. ٥٠٤.

وهناك عامل إقتصادى آخر يتمثل فى أن إيجار الآلات وخاصه تلك المرتفعه القيمه يخصم من مجمل الربح وذلك قبل الوصول إلى صافى الربح ولذلك فهو يقدم غطاء ضد الضرائب أى أنه إذا لم يكن هذا المبلغ قد تم خصمه من مجمل الربح لأدى ذلك إلى دفع ضرائب أكثر . وبطبيعه الحال فإن قسط الاستهلاك على الآلات المملوكه يقدم هو الآخر غطاء ضد الضرائب ولكن معدلات الاستهلاك محدده بواسطه النظام المحاسبى الموحد بحيث قد يعتقد المشترى أن قسط الاستهلاك لايقدم غطاء كاف ضد الضرائب . ولعل هذه النقطه يجب الاهتمام بها وذلك داخل الوطن حيث قد تقوم الشركه الأم الموجوده بالخارج بتحميل الشركه الفرعيه الموجوده بالداخل بإيجارات مرتفعه لبعض الآلات التى تم تصنيعها بواسطه الشركه الأم كوسيله لتخفيض حجم الضرائب المطلوب دفعها لتحويل مبالغ ماليه للخارج دون وجه حق . ونفس الشئ يمكن أن يقال بالنسبه لأسعار بعض أنواع الخامات أوالأجزاء التى تصنع بواسطه الشركه الأم حيث قد تتحمل الشركه الفرعيه بأسعار أعلى من الأسعار العادله من أجل نفس الغرض وبطبيعه الحال فإن تحليلنا هذا لايعنى أن جميع الشركات الأجنبيه تلجأ لهذا الأسلوب وهو لاينفى أيضا أنه من الضرورى أن تحصل هذه الشركات على حجم معين من الأرباح السنويه التى تعتبر عادلـه لكلا الطرفين وإلا فلماذا تستثمر أموالها فى الخارج وتتحمل المخاطر إذا لم تكن قادره على الحصول على العائد المناسب على استثماراتها .

ومن العوامل الاقتصاديه التى قد تجعل الشركه تلجأ إلى التأجير بدلا من الشراء هو أن المركز المالى لها قد لايسمح بتوفير حجم النقديه المطلوبه للشراء ولذلك فهى تلجأ إلى التأجير حيث يكون المطلوب هو دفع قسط الايجار فقط وهو قد يكون منخفض للغايه إذا ماقورن بالمبلغ النقدى الواجب دفعه من أجل الشراء . أيضا فقد تكون أمام الشركه فرصه للتوسع فى عمليات الإنتاج ولكنها غير متأكده من حجم الطلب على منتجاتها ولذلك فهى قد تلجأ للايجار خلال الأجل القصير فإذا وجدت أن هناك إستقرار فى حجم الطلب على منتجاتها طوال فتره زمنيه معقوله، فقد تقوم بشراء هذه الآلات فيما بعد .

العوامل التى تحد من الأستئجار : Limitations of Leasing

من العوامل التى تحد من الايجار هى أن المبالغ المطلوب دفعها كأيجار قد تكون أكثر بكثير فى الأجل الطويل من المبلغ المطلوب دفعه لشراء الآلـه . والسبب من وراء ذلك هو أن الشركه المنتجه ترغب فى الحصول على عائد مناسب يكفل لـها ليس فقط تعويض تكلفه الصنع الخاصه بالآلات ولكن أيضا تعويض المخاطر Risks التى تنجم عن إمتلاك الآله بواسطة الشركه المنتجه وإحتمال ظهور بعض الأختراعات الجديده التى تجعل هذه الآله متقادمه أيضا فإن عقد الايجار يعطى المورد الحق فى التفتيش على الآلات وذلك من أجل الصيانه أو الأصلاح ، وهو فى سبيل ذلك يتعرف على بعض الأسرار الخاصه بالمنتجات المصنعه بواسطه الشركه المشتريه وقد لاترغب هذه الشركه الأخيره فى إطلاع الغير على أسرارها .

من العوامل التى يجب أخذها فى الأعتبار أن الآلات المؤجره قد تحتاج لنوع معين من الخامات بحيث قد يشترط البائع على الشركه المشتريه أن تشترى كميه معينه سنويا من هذه الخامات بأسعار أعلى من الأسعار المعروضه بالسوق ولذلك يجب الاهتمام بهذه النقطه وذلك عند المقارنه بين الشراء أو التأجير .

أساليب تقويم بدائل الأستثمار فى الآلات :

هناك أكثر من أسـلوب لتقييم بدائل الآلات المعروضه على الشركه نتناولها فيما يلى :

أولا : فترة الاسترداد :

توضح الفتره الزمنيه التى بنهايتها تسترد الشركه الأموال المستثمره فى الآله . وهى بذلك تقيس تأثير العنصر الزمنى على قرار الاستثمار فى الآلات .

مثـــال :

تفكر إحدى الشركات شراء آلـه جديده تصل تكلفتـها الاستثماريه إلـى ٢٠,٠٠٠ [1]جنيه وكانت أمامها العروض التاليه حيث يوضح أمام كل منـها التدفقات النقديه المتوقعه والمطلوب تقييم هذه العروض واختيار أفضلها :

	السنه الأولى	السنه الثانيه	السنه الثالثه	السنه الرابعه	السنه الخامسه
	جنيه	جنيه	جنيه	جنيه	جنيه
آلـه أ	٤٠٠٠	٥٠٠٠	٦٠٠٠	٥٠٠٠	-
آلـه ب	٨٠٠٠	٥٠٠٠	٤٠٠٠	٣٠٠٠	٢٠٠٠
آلـه جـ	٢٠٠٠	٣٠٠٠	٥٠٠٠	٤٠٠٠	٦٠٠٠

الآلـه (أ) فتره الاسترداد هي :

السنه	المبلغ المتبقى من رأس المال
الأولـى	٢٠٠٠٠ - ٤٠٠٠ = ١٦٠٠٠ جنيه
الثانيـه	١٦٠٠٠ - ٥٠٠٠ = ١١٠٠٠ جنيه
الثالثـه	١١٠٠٠ - ٦٠٠٠ = ٥٠٠٠ جنيه
الرابعـه	٥٠٠٠ - ٥٠٠٠ = صفـر

أى أن فتره الاسترداد هى أربع سنوات

---

[1] افترضنا فى هذا المثال تساوى المبالغ المطلوب استثمارها فى الآلات الثلاث للتبسيط، ولكن فى الواقع العملى تختلف هذه المبالغ من آله لأخرى

الآلــه (ب) :

السنه	المبلغ المتبقى من رأس المال
الأولـــى	٢٠٠٠٠ - ٨٠٠٠ = ١٢٠٠٠ جنيه
الثانيـــه	١٢٠٠٠ - ٥٠٠٠ = ٧٠٠٠ جنيه
الثالثـــه	٧٠٠٠ - ٤٠٠٠ = ٣٠٠٠ جنيه
الرابعـــه	٣٠٠٠ - ٣٠٠٠ = صفـــر
الخامسه	٢٠٠٠ - صفر = ٢٠٠٠ فائض

أى أن فترة الاسـترداد هـى أربـع سنوات كما هـو الحـال بالنسبه للآلـه الأولـى ولكـن هنـاك فـائض ٢٠٠٠ ج يتحقـق للشـركه بعـد انقضــاء فـتره الاسترداد .

الآلـــــــه (جـ) :

الآلـــه	المبلغ المتبقى من رأس المال
الأولـــى	٢٠٠٠٠ - ٢٠٠٠ = ١٨٠٠٠ جنيه
الثانيـــه	١٨٠٠٠ - ٣٠٠٠ = ١٥٠٠٠ جنيه
الثالثـــه	١٥٠٠٠ - ٥٠٠٠ = ١٠٠٠٠ جنيه
الرابعـــه	١٠٠٠٠ - ٤٠٠٠ = ٦٠٠٠ جنيه
الخامسه	٦٠٠٠ - ٦٠٠٠ = صفـــر

أى أن فتره الأسترداد هى خمس سنوات .

ومن الواضح أن الآله (أ) تتساوى مع الآله (ب) من حيث فتره الأسترداد ثم تأتى بعدهما الآلـه (جـ) ولكن لكون الآلـه " ب " تـترك فـائض قـدرة ٢٠٠٠ ج بعد استرداد الأموال المستثمره فيها لذلك فهى تتفوق على الآله " أ " .

وتمتاز هذه الطريقه بسـهولتها وبأنها تعطـى مؤشـرات لـلاداره تتعلق بـالوقت حيث تهتك الشركه بالحصول على الآله ذات فتره الاسترداد الصغيره وخاصة فى حالـه زياده معدلات المخاطر الماليه الناجمه عن تقادم الآلات ولكن يعيبها الآتـــى :

١- تتجاهل هذه الطريقة القيمـة الحاليه للنقود حيث نجد أنـه بـالرغم من تساوى فتره الاسترداد بالنسبه للآلـه (أ) و الآلـه (ب) إلا أن الآلـه (ب) أفضـل حيـث تحقق دخل نقدى أكثر خلال السنوات الأولى من عمرها الإنتاجى فهى تحقـق ٨٠٠٠ جنيـه بالمقارنـه بمبلـغ ٤٠٠٠ جنيه بالنسبه للآلـه (أ) خـلال السـنه الأولـى ثـم تتساوى معها فى السنه الثانيه ولاشك أنه بمعيار القيمة الحاليه للنقود التى ستشرح فيما بعد يكون الإختيار من نصيب الآله (ب)

٢- تتجاهل هذه الطريقه المبالغ النقديه التى تحققها الآله بعد فتره الاسترداد حيث نجد أن الآله(ب) تترك فائض مقداره ٢٠٠٠ جنيه بعد إسترداد الأموال المستثمره فيها بعكس الحال بالنسبه للآله (أ) والآله (جـ) اللتان لاتتركان أى فائض .

أسلوب آخر لحساب فترة الاسترداد :

هناك أسلوب آخر يطبق فـى حالـة ما اذا كـانت التدفقات النقديـه الناتجـه عن الاستثمار فى الآلات متساويه طوال العمر الإنتاجى لها حيث تستخدم المعادلـه البسيطة التاليه فى حساب فتره الاسترداد :

$$\text{فتره الاسترداد} = \frac{\text{الأموال المطلوب إستثمارها فى الآله}}{\text{التدفق النقدى السنوى من وراء استخدام الآله}}$$

مثـــال :

لنفرض أنه معروض على الشركه شراء بعض الآلات بتكلفـه استثماريه تصل الى ٤٠،٠٠٠ ج وهناك تدفق نقدى سيتحقق نتيجه لإستخدامها مقداره ٨٠٠٠ ج طوال عمرها الإنتاجى فما هى فتره الاسترداد ؟

الحـل :

$$\text{فترة الاسترداد تساوى} = \frac{٤٠,٠٠٠}{٨٠٠٠} = ٥ \text{ سنوات}$$

وفى حاله عدم إنتظار التدفقات النقديه الناتجه عن استخدام الآله يصعب إستخدام هذه المعادلـه ولايكون أمامنا الا استخدام أسلوب طرح التدفقات النقديه من المبالغ المطلوب استثمارها فى الآله للتوصل لفتره الاسترداد .

وهناك نقطه أخرى هى أن فترة الاسترداد تقيس العلاقه بين التدفق النقدى السنوى وبين المبالغ المطلوب استثمارها فى الآله . والتدفق النقدى وليس هو صافى الربح ، ولكنه عباره عن صافى الربح قسط الاستهلاك السنوى للآله .

ثانيا: متوسط العائد البسيط على رأس المال Averag Rate of Return.

يقوم هذا الأسلوب على أساس إستخدام مبادئ المحاسبه العاديـه فى تقدير حجم الأرباح المتوقعه من وراء كل بديل وكذلك حجم رأس المال المطلوب إستثماره فى كل منها .

وهذه الطريقه تخصم كافه المصروفات التى تتعلق بكل بديل من صافى الربح بما فى ذلك الإستهلاك بالرغم من أنه مجرد قيد محاسبى لايترتب عليه خروج نقديه من الشركه ، أى أنها تهتم بالربحيه بمعناها المحاسبى وليس النقدى وتخصم أيضا الضرائب المستحقه من وراء استخدام الآله فى توليد الدخل .

ويحسب العائد المتوسط على أساس قسمه صافى الربح المتوقع طوال العمر الإنتاجى لكل آله بعد الضرائب على متوسط رأس المال المستثمر الذى يساوى المبالغ المستثمره فى كل آله فى السنه الأولى + المبالغ المستثمره فيها فى السنه الثانيه + السنه الثالثه وهكذا حتى السنه مقسومه على العمر الافتراضى للآله وبعد حساب متوسط المبلغ المطلوب استثماره في الأله نجمع هذا المبلغ على ثمن بيعها خرده فى حساب نهايه عمرها الانتاجى وتقسم الناتج على ٢ حيث يتضح ذلك من المثال التالـى :

مثـــال :

تحتاج احدى الشركات لشراء آله جديده قدم لها ثلاثه عروض كالآتـــى :

	العرض الأول	العرض الثانى	العرض الثالث
متوسط المبلغ المطلوب إستثماره في الآله طوال عمرها الانتاجى	٢٠٠،٠٠٠	٢٠٠،٠٠٠	٢٠٠،٠٠٠
متوسط العائد السنوى	٨٠٠٠	٧٠٠٠	٤٠٠٠
سعر بيع الآله خرده فى نهايه المدة.	٢٠٠٠	٣٠٠٠	٥٠٠٠

فالمطلوب إختيار أفضل العروض

الحـــل :

العرض الأول :

متوسط العائد (صافى الربح بعد الضرائب) ٨٠٠٠ جنيه سنويا

متوسط حجم الأستثمار فى الآله وسعر بيعها خرده = $\frac{٢٠٠،٠٠٠ + ٢٠٠٠}{٢}$ = ١٠١،٠٠٠ جنيه

متوسط العائد على الأستثمار = $\frac{٨٠٠٠}{١٠١،٠٠٠}$ = ٧،٨ %

العرض الثانـــي :

متوســط العائـــد = ٧٠٠٠ جنيـه

متوسط حجم الأستثمار = $\frac{٢٠٠,٠٠٠ + ٣٠٠٠}{٢}$ = ١٠١،٥٠٠ جنيه

طول العمر الانتاجى
وسـعر بيعها خــرده

متوسط العائد على الأستثمار = $\frac{٧٠٠٠}{١٠١,٥٠٠}$ = ٦،٨ %

العرض الثالث :

متوسـط العائــد = ٤٠٠٠ جنيه

متوسط حجم الأستثمار = $\frac{٢٠٠،٠٠٠ + ٥٠٠٠}{٢}$ = ١٠٢،٥٠٠ جنيه

طول العمر الانتاجى
وسعر بيعها خرده

متوسط العائد على الأستثمار = $\frac{٤٠٠٠}{١٠٢،٥٠٠}$ = ٣،٩ %

ومن الواضح أن العرض الأول هو أفضل العروض حيث يحقق ٧،٨ % عائدا على الأستثمار يليه العرض الثانى الذى يحقق ٦،٨ % ثم العرض الثالث الذى يحقق ٣،٩ % وتتعرض هذه الطريقه لأوجه النقص التاليه :

١- تتجاهل القيمه الحاليه للنقود حيث يتضح أن العائد السنوى للعرض الأول فى المتوسط هو ٨٠٠٠ جنيه بينما العرض الثانى ٧٠٠٠ جنيه وهو مايعنى أن الاله الاولى تعطى عائدا أفضل من حيث أنها توفر مبالغ نقديه أكثر فى الحال ومع ذلك فإنه طبقا لمتوسط العائد السنوى فإن الفارق بينهما ليس كبيرا بعكس الحال لو أنه أخذت القيمه الحاليه للنقود فى الاعتبار كما سيتضح فيما بعد .

٢- تعتمد هذه الطريقه فى حساب العائد السنوى على الأساس المحاسبى ولذلك فإن الإستهلاك يخصم من مجمل الربح بينما هو مجرد قيد محاسبى ولايترتب عليه خروج نقديه.

ثالثا : أسلوب صافى القيمة الحاليه للتكاليف والدخل :

تأخذ هذه الطريقه قيمه النقود فى الاعتبار حيث أن قيمة الجنيه اليوم أكبر من قيمته فى الغد . وبالنسبه لاستخدام هذه الطريقه فى تقييم شراء الآلات يجب التفرقه بين حساب القيمه الحاليه للتكلفه وطريقه القيمه الحاليه للدخل المتوقع .

(أ) القيمه الحاليه لإجمالى التكاليف :

وتعتمد هذه الطريقه على أساس أخذ القيمه الحاليه للنقود فى الاعتبار وذلك بالنسبه للمبالغ المطلوب إستثمارها فى الآلات وكذلك تكاليف التشغيل السنويه وقيمه تصفيه الآله كخرده . وفى ضوء ذلك يتم إختيار الآله التى تعطى أقل قيمه حاليه للتكاليف .

ويجب هنا أن نفرق بين عده مواقف نأخذ أهمها على أساس إفتراض عمر إنتاجى موحد لجميع الآلات المعروضه والآخر إفتراض عمر إنتاجى مختلف بالنسبه لكل بديل منها .

١- افتراض عمر إنتاجى موحد للآلات :

يقوم هذا الأسلوب على أساس أن جميع البدائل تتساوى فى العمر الإنتاجى لها ولكنها تختلف من حيث تكلفه التشغيل السنويه والتكلفه الاستثماريه وقيمه بيع الآله كخرده . ويتضح ذلك من المثال التالى :

مثـــال

تحتاج إحدى الشركات لشراء آله جديده ومعروض عليها العروض الثلاث التاليه والمطلوب تقديم النصح لها باختيار أنسب عرض من بينها .

	العرض الأول	العرض الثانى	العرض الثالث
	جنيه	جنيه	جنيه
ثمن شراء الآله	٢٠٠،٠٠٠	٢٢٠٠،٠٠٠	٢٢٣،٠٠٠
التكلفه السنويه للتشغيل	٣٠٠٠	٢٠٠٠	٤٠٠٠
قيمه بيع الآله خرده	١٠٠٠	١٥٠٠	٢٠٠٠
العمر الإنتاجى	١٠ سنوات	١٠ سنوات	١٠ سنوات

سعر الخصم الذى عنده تقيم الأموال المستثمره ٨ %

الحــل

الهدف هو إختيار البديل الذى يكلف أقل قيمــه حاليـه للتكـاليف حيـث يتطلـب ذلـك الرجوع لجداول القيمه الحاليه أمام معدل الخصم ٨ % حيث يتضح ذلك من الآتـــى :

تقييم العرض الأول :

١- القيمه الحاليه لثمن شراء الآله ٢٠٠،٠٠٠ تدفع اليــوم

٢- القيمه الحاليه لتكلفه التشغيل السنويه =
(تكلفه التشغيل السنويه) (القيمه الحاليه للجنيه الواحد لعدد ١٠ سنوات بمعدل ٨%)
= (٣٠٠٠) (٦،٧١)
= ٢٠،١٣٠ جنيــه

٣- القيمه الحاليه لثمن بيع الآله خرده =
(ثمن بيع الآله خرده) (القيمه الحاليه لجنيه واحد يستحق فى نهايه السنه العاشره)
= (١٠٠٠) (,٤٦٣)
= ٤٦٣ جنيــه

٤- تقييم العرض الأول يستدعى إستخدام المعادله التاليه =

ثمن شراء الآله + القيمه الحاليه لتكلفه التشغيل - القيمه الحاليه لسعر بيعها خرده
= ٢٠٠,٠٠٠ + ٢٠،١٣٠ - ٤٦٣
= ٢٢٠،١٣٠ - ٤٦٣
= ٢١٩،٦٦٧ جنيـه وهى القيمه الحاليه لتكلفه العرض الأول

تقييم العرض الثانـى :

١- القيمه الحاليه لثمن شراء الآله ٢٢٠،٠٠٠ تدفع اليوم
٢- القيمه الحاليه لتكلفه التشغيل السنويه = ٢٠٠٠ × ٦،٧١ = ١٣٤٢٠ جنيه
٣- القيمه الحاليه لثمن بيع الآله خرده = ١٥٠٠ × ٤٦٣, = ٦٩٤،٥ جنيه
٤- تقييم العرض الثانى = ٢٢٠٠٠٠ + ١٣٤٢٠ - ٦٩٤,٥
= ٢٣٣٤٢٠ - ٦٩٤,٥
= ٢٣٢٧٥٢,٥ جنيه وهى القيمه الحاليه لتكلفه العرض الثانى

تقييم العرض الثالث :

١- القيمه الحاليه لثمن شراء الآله = ٢٢٣٠٠٠ جنيه تدفع اليوم

٢- القيمه الحاليه لتكلفه التشغيل = ٤٠٠٠ × ٦،٧١
= ٢٦٨٤٠ جنيه

٣- القيمه الحاليه لثمن بيع الآله خرده = ٢٠٠٠ × ٤٦٣,
= ٩٢٦ جنيه

تقييم العرض = ٢٢٣٠٠٠ جنيه + ٢٦٨٤٠ جنيه - ٩٢٦ جنيه
= ٢٤٩٨٤٠ - ٩٢٦
= ٢٤٨٩١٤ جنيه وهى القيمة الحاليه لتكلفه العرض الثالث

ترتيب العروض الثلاثه بدءا بالأكثر تكلفه

العرض الثالـث ٢٤٨٩١٤ جنيـه
العرض الثانـى ٢٣٢,٧٢٥ جنيـه
العرض الأول ٢١٩,٦٦٧ جنيـه وهو العرض الذى ننصح الشركه بقبوله

٢ـ افتراض عدم تساوى العمر الإنتاجى للآلات :

ويحدث ذلك إذا كانت إحدى الآلات المعروضه ذات عمر إنتاجى أطول من الأخرى حيث يستدعى ذلك معالجه مختلفه بعض الشئ عن المثال السابق تقديمه ويتضح ذلك أكثر مما يلى :

مثـــال :

معروض على إحدى الشركات شراء آلـه حيث تقدم لـها كل من المورد الأول والمورد الثانى طبقا لما هو موضح فيما يلى :

	العرض الأول	العرض الثانى
ثمن الشراء المعروض	١٢٠,٠٠٠	١٤٠,٠٠٠
تكاليف التشغيل السنويه	٣٠٠٠	٢٠٠٠
قيمه بيع الآله خرده	١٠٠٠	١٥٠٠
العمر الإنتاجى	١٥ سنه	١٠ سنوات

معدل الخصم المقبول على الأموال المستثمره هو ١٠ %
والمطلوب إختيار أفضل عرض منهما :

الحـــل :

تستلزم عمليه المقارنه القيام بالآتـى :

١ـ إيجاد المضاعف المشترك بين سنوات العمر الإنتاجى للآلتين وهو ٣٠ سنه

٢ـ حساب القيمه الحاليه لتكلفه كل عرض خيث تتكون من الآتـى :
ثمن شراء الآلـه + القيمـه الحاليـه لمصروفات التشـغيل + القيمـه الحاليـه للتكلفـه الإضافيه

٣- حساب التكلفه الإضافيه وهى هنا تتمثل فى تعطيل مبلغ من الأموال مستثمره فى الآله لعدد من السنوات تتمثل فى الفروق بين العمر الإنتاجى لها وعدد سنوات المضاعف المشترك وذلك بعد طرح قيمه بيعها كخرده .

أى أن التكلفه الإضافيه تساوى

(ثمن الآله - قيمه بيعها فى شكل خرده فى نهايه العمر الإنتاجى)
(القيمه الحاليه للجنيه بسعر الخصم السائد وقت التقييم وهو هنا ١٠ % لمده تمثل الفرق بين العمر الإنتاجى والمضاعف المشترك)

وفى ضوء ذلك يتم تقييم كل بديل كالآتى :

تقييم البديل الأول

١- ثمن الآله ١٢٠,٠٠٠ تدفع اليوم
٢- القيمه الحاليه لتكلفه التشغيل بمعدل خصم ١٠ % لمده ٣٠ سنه
= ٣٠٠٠ × ٩,٤٢٧
= ٢٨٢٨١
٢- التكلفه الإضافيه =
(١٢٠,٠٠٠ - ١٠٠٠) × ٢٣٩, وهو معدل الخصم للسنه ١٥ التى تمثل الفارق بين ٣٠ سنه وهو المضاعف المشترك والعمر الإنتاجى ١٥ سنه .
= ١١٩,٠٠٠ × ٢٣٩, = ٢٨٤٤١

٣- تقييم العرض الأول =
١٢٠,٠٠٠ جنيه + ٢٨٢٨١ جنيه + ٢٨٤٤١ جنيه
= ١٧٦٧٢٢ جنيه

تقييم البديل الثانى

١- ثمن شراء الآله ١٤٠,٠٠٠ جنيه تدفع اليوم

٢- القيمه الحاليه لتكلفه التشغيل
= ٢٠٠٠ × ٩,٤٢٧
= ١٨٨٥٤ جنيه

٣- التكلفه الإضافيه =
(١٤٠,٠٠٠ - ١٥٠٠) (,١٤٩) وهو معدل الخصم للسنه ٢٠ التى تمثل الفارق بين العمر الإنتاجى للآله ١٠ سنوات والمضاعف المشترك ٣٠ سنه
= ١٣٨٥٠٠ × ,١٤٩
= ٢٠٦٣٦,٥ جنيه

تقييم العرض الثانـى :

٢٠٦٦٣٥ + ١٨٨٥٤ + ١٤٠,٠٠٠
= ١٧٩٤٩٠,٥

ويكون بالتالى العرض الأول هو الأفضل حيث أنه أقل تكلفه من العرض الثانى لأنه يكلف الشركه ١٧٦٧٢٢ جنيه بينما العرض الأخير يكلفها ١٧٩٤٩٠,٥ جنيه .

(ب) القيمه الحاليه للدخل :

وتقوم هذه الطريقه على أساس تقدير القيمه الحاليه لصافى الدخل المتوقع طوال العمر الإنتاجى لكل آله معروضه للتقييم ومقارنه ذلك بالمبالغ المطلوب استثمارها فى كل آله حيث يتم إختيار البديل الذى يحقق أعلى قيمه حاليه صافيه للدخل .

وتتمثل خطوات التقييم فى الآتــى :

١- تقدير حجم الأموال المطلوب دفعها لأقتناء الآلـه حيث يدخل هنا ثمن الشراء ومصروفات النقل والتركيب وغيرها من المصروفـات المتوقعه إلـى أن تكون الآلـه صالحه للعمل .

٢- تقدير حجم الإيرادات السنويه المتوقعه من وراء إقتناء الآله حيث ينتج ذلك من وراء ما يمكنها تحقيقه من إنتاجيـه أى عدد الوحدات من المنتج المتوقـع إنتاجها مضروبه فى السعر المتوقع لبيع الوحده الواحده

٣- تقدير حجم التكاليف السنويه المتوقعه بدون الإستهلاك لأنه مجرد قيد محاسبى لايؤثر على التدفق النقدى الخارج .

٤- إستخدام معدل خصم معروف ومتفق عليه مسبقا لتقييم بدائل الآلات وقد يكون هو معدل سعر الفائده السائد أو متوسط العائد المتوقع على مستوى الصناعه التى تنتمى إليها الشركه أو متوسط تكلفه رأس المال أو تكلفه الفرصـه البديلـه لإستثمار الأموال فى حاله عدم استثمارها فى الآلات وبحيث تتساوى درجه المخاطر الماليه فى الحالتين .

٥- طرح المصروفات السنويه من الايرادات وخصم المبالغ الصافيه بسعر الخصم المتفق عليه طوال العمر الإنتاجي لها ومقارنـة القيمه الحاليه لـهذه الايرادات بالمبالغ المتوقع إستثمارها ويكون القرار فـى صالح الآلـه التـى نعطـى أكبر قيمه حاليه تفوق المبالغ المطلوب استثمارها فيها .

مثـــال :

معروض على إحدى الشركات شراء آله حيث تقدم لها موردان بعرضهما كالآتـــى :

	العرض الأول	العرض الثانى
	جنيه	جنيه
١- ثمن شراء ونقل وتركيب الآله	١٥٠٠٠	١١٠٠٠
٢- الإيرادات المتوقعه :		
السنه الأولـــى	١٠٠٠٠	١٢٠٠٠
السنه الثانيـــه	١٠٠٠٠	١٣٠٠٠
السنه الثالثـــه	١٢٠٠٠	١٢٠٠٠
السنه الرابعـــه	١١٠٠٠	١٢٠٠
السنه الخامسه	١٢٠٠٠	١٠٢٠٠
٣- مصروفات التشغيل (بدون الاستهلاك)		
السنه الأولـــى	٥٠٠٠	٦٠٠٠
السنه الثانيـــه	٥٠٠٠	٦٠٠٠
السنه الثالثـــه	٦٠٠٠	٧٠٠٠
السنه الرابعـــه	٦٠٠٠	٧٠٠٠
السنه الخامسـه	٧٠٠٠	٨٠٠٠

٤- تكلفـة رأس المـال أو معدل الخصم المتوقـع ١٠ % والمطلـوب تقديـم نصـح للشركه بإختيار العرض الأفضل مع العلم بأن القيمه الحاليه للجنيه عند معدل خصم ١٠ % هى :

السنه	الأولى	الثانيه	الثالثه	الرابعه	الخامسه
المعدل	,٩٠٩	,٨٢٦	,٧٥١	,٦٨٣	,٦٢١

الحـل :

	البديل الأول	البديل الثانى
١- الأموال المطلوب إستثمارها	١٥٠٠٠	١١٠٠٠

٢- صافى الإيرادات (الإيرادات - المصروفات بدون استهلاك)

	البديل الأول	البديل الثانى
السنه الأولى	٥٠٠٠	٦٠٠٠
السنه الثانيه	٥٠٠٠	٧٠٠٠
السنه الثالثه	٦٠٠٠	٥٠٠٠
السنه الرابعه	٥٠٠٠	٥٠٠٠
السنه الخامسه	٥٠٠٠	٤٠٠٠

٣- القيمه الحاليه لصافى الإيرادات

	البديل الأول	البديل الثانى
السنه الأولى	,٩٠٩ × ٥٠٠٠ = ٤٥٤٥	,٩٠٩ × ٦٠٠٠ = ٥٤٥٤
السنه الثانيه	,٨٢٦ × ٥٠٠٠ = ٤١٣٠	,٨٢٦ × ٧٠٠٠ = ٥٧٨٢
السنه الثالثه	,٧٥١ × ٦٠٠٠ = ٤٥٠٦	,٧٥١ × ٥٠٠٠ = ٣٧٥٥
السنه الرابعه	,٦٨٣ × ٥٠٠٠ = ٣٤١٥	,٦٨٣ × ٥٠٠٠ = ٣٤١٥
السنه الخامسه	,٦٢١ × ٥٠٠٠ = ٣١٠٥	,٦٢١ × ٤٠٠ = ٢٤٨٤
الإجمالى	١٩٧٠١	٢٠٨٩٠

مقارنه صافى القيمه الحاليه للايرادت بالمبلغ المطلوب إستثمارها فى كل آله .

	البديل الأول	البديل الثانى
	جنيه	جنيه
١- ثمن شراء وتركيب الآله	١٥٠٠٠	١١٠٠٠
يطـرح		
٢- صافى القيمه الحاليه للايرادات	١٩٧٠١	٢٠٨٩٠
	٤٧٠١	٩٨٩٠

٣- القرار إختيار البديل الثانى لأنـه يحقـق قيمـه حاليـه صافيه للدخـل بعد خصمـه مـن رأس المـال يفـوق البديل الأول بمقدار ٥١٨٧ جنيه .

وهذه الطريقه أكثر تطبيقـا فـى مجـال المشـروعات الإستثماريه حيث تستخدم فـى الحالات التى يكـون فيها معدل العـائد المطلـوب تحقيقـه مـن وراء الإستثمار فـى الآلـه معروف مسبقا . أمـا إذا كـان هـذا المعدل مجـهول أو غير معروف ويريـد المشـترى معرفته فإن الأسلوب الواجب إستخدامه هو العائد الداخلى على الإستثمار Internal Rate of Return حيث نتناوله هنا .

رابعـا : العائـد الداخلى على الإستثمار :

لاتختلف هذه الطريق عـن طريقـة القيمـه الحاليـه الصافيـه إلا فـى كونـها تعتمد على التجربه فى الحصول على العائد الداخلى على الاستثمار الذى تتسـاوى عنـده حجم التدفقات النقديه الداخله فى شكل إيرادات من وراء الآله وذلك بعد خصم كافـة التدفقـات النقديه الجاريه طوال العمـر الإنتـاجى لـها مـع حجم الأموال المطلوبـه الاستثمار فيـها وعاده يبدأ الباحث بمعدل عائد معين لحساب القيمه الحاليه ثم فى ضوء النتائج التى يتم الحصول عليها يبدأ فى البحـث عن عـائد أقل أو أكثر حيث سيتضح ذلـك من المثـال العملى :

ومعادله العائد الداخلى على الأستثمار تتمثل فى الآتــى :

$$مجـ \left(\frac{د ن - م ن}{(١ + ع) ن} \right) + \left(\frac{س ن}{(١ + ع) ن} \right) - أ = صفــر$$

حيث يمكن شرح أجزاء المعادله فى الآتــى :

د ن = حجم الدخل السنوى طوال العمر الإنتاجى للآله
م ن = حجم التدفقات النقديه السنويه طوال العمر الإنتاجى للآله
س ن= الإيرادات الناجمه عن بيع الآله فى شكل خرده فى نهايه عمرها الإنتاجى
أ = حجم الأموال المطلوب إستثمارها فى الآله فى شكل مصروفـات رأسماليه حيث يدخل ضمنها سعر شرائها ونقلها وتركيبها وتجربتها .

(١ + ع) = معدل الخصم المستخدم فى حساب القيمه الحاليه لصافى التدفقات النقديه وكذلك لحساب قيمه تصفيه الآله وبيعها فى شكل خرده .

والمعادله السابقه مبنيـه علـى إستخدام جداول الفـائده المركبـه فـإذا تـم إستخدام جداول القيمه الحاليه فإنها تعطى نفس النتيجه حيث تأخذ المعادله الشكل التالى :

العائد الداخلى على الإستثمار =

$$مجـ (د ن - م ن) (ح ن) + (س ن) (ح ن) - أ = صفــر$$

حيث نستخدم ح ن لتعنى القيمه الحاليه للجنيه الواحـد عند معدل الخصم محل التجربه ولعدد من السنوات مقدارها ن بينما ح ن تعنى معدل الخصم الخاص بتصفيه الآله وبيعها فى شكل خرده .
والمعادله السابقه هى أكثر المعادلات إستخداما فى دراسه جدوى الإستثمار فـى الآلات حيث يمكن إستخدامها بالنسبه لتقييم مشروع وحيد للآستثمار أو فـى مقارنـه أكثر مـن مشـروع حتـى لـو إختلف حجم النقديه الداخلـه والخارجـه وكذلـك العمـر الإنتـاجى لكل منها :

تطبيق أسلوب العائد الداخلي :

وتطبيق هذه الطريقه يستدعى القيام بالخطوات التاليه :

١- تقدير حجم رأس المال المطلوب إستثماره فى الآله محل التقييم حيث يدخل هنا سعر شرائها ونقلها وتركيبها وكافه التعديلات فى الأجهزه الأخرى الموجود بالمصنع .

٢- تقدير حجم الأيرادات السنويه المتوقع تحقيقها من وراء تشغيل الآله فى الأعمال الإنتاجيه أو غيرها . ويمكن معرفه ذلك عن طريق الكتالوج الخاص بها أو عن طريق معرفة الإنتاجيه الفعليه لها بالشركات التى قامت بشرائها بالفعل أو غيرها من المصادر مثل زياره الشركه المنتجه ،أو قد يحتاج الأمر فرض غرامه على المورد بالعقد المبرم بينه وبين الشركه فى حاله عدم تحقيق الآله لرقم الإنتاج المستهدف .

٣- تقدير حجم التدفقات النقديه الخارجه الناتجه عن دفع مصروفات تشغيل الآله مثل تكلفه مواد التشغيل وقطع الغيار المستهلكه والاجور المباشره وغير المباشره وكل ذلك طوال العمر الإنتاجى لها .

٤- تقدير صافى التدفقات النقديه السنويه عن طريق طرح مصروفات التشغيل أى التدفقات الخارجه كل عام من الإيرادات الخاصه به أى التدفقات النقديه الداخله حيث يتم ذلك بالنسبه لجميع سنوات العمر الإنتاجى لها .

٥- البدء بالقيمه الحاليه للجنيه تحت أى معدل يتم إختياره وضرب تلك القيمه فى صافى التدفقات النقديه الداخله لكل عام على حده ثم جمع تلك القيم للحصول على القيمه الحاليه الإجماليه لصافى التدفقات .

٦- طرح إجمالى القيمه الحاليه لصافى التدفقات من رأس المال المتوقع إستثماره فى الآله فإذا كان الناتج صفر يكون العائد الداخلى على الإستثمار هو نفسه معدل الخصم الذى إستخدم فى تقدير القيمه الحاليه أما إذا كان الناتج بالسالب أو بالموجب اى هناك زياده أو إنخفاض فى صافى القيمه الحاليه عن رأس المال يجب إعاده المحاوله مع معدل عائد آخر من واقع جداول القيمه الحاليه وهكذا إلى أن يكون الناتج صفر او قريب من الصفر . وعموما فإن ذلك سيتضح من المثال التطبيقى .

مثـــال :

تفكر إحدى الشركات في شراء عـدد ١٠ آلات لتشغيل أحد مصانعها الجديد ولقد تقدم لها موردان بعروضهما كالآتـــى :

	المورد أ	المورد ب
	جنيه	جنيه
التكلفه الاستثماريه للآلات	٣٢٧,٠٠٠	٤٠٩,٠٠٠
تكلفه التشغيل السنويه :		
السنه الأولـــى	١٠,٠٠٠	١١,٠٠٠
السنه الثانيـــه	١٠,٠٠٠	١١,٠٠٠
السنه الثالثـــه	١١,٠٠٠	١٣,٠٠٠
السنه الرابعـــه	١٢,٠٠٠	١٥,٠٠٠
السنه الخامسه	١٢,٠٠٠	١٥,٠٠٠
العمر الإنتاجى	٥ سنوات	٥ سنوات
قيمه بيع الآله خرده	صفـر	صفـر
الإيراد المتوقع :		
السنه الأولـــى	١٠٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠
السنه الثانيـــه	٨٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠
السنه الثالثـــه	٨٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠
السنه الرابعـــه	٧٠,٠٠٠	٩٠,٠٠٠
السنه الخامسه	٧٠,٠٠٠	٩٠,٠٠٠

والمطلوب تقديم النصح للشركه بإختيار إحدى الآلتين .

الحـــل :

يأخذ الحل الخطوات التاليه :

١- صافى التدفق النقدى السنوى (الإيـرادات - المصروفـات) أى (التدفقـات النقديه الداخله ـ التدفقات النقديه الخارجه)

	المورد (أ)	المورد (ب)
	جنيه	جنيه
السنه الأولـــى	٩٠,٠٠٠	١٠٩,٠٠٠
السنه الثانيـــه	٧٠,٠٠٠	١٠٩,٠٠٠
السنه الثالثـــه	٦٩,٠٠٠	٨٧,٠٠٠
السنه الرابعـــه	٥٨,٠٠٠	٧٥,٠٠٠
السنه الخامسه	٥٨,٠٠٠	٧٥,٠٠٠

استخدام جداول القيـه الحاليـه عند أى معدل للخصم وليكن ٨ % وسنجد ان القيمـه الحاليه للجنيه الواحد هى :

السنه	الأولى	الثانيه	الثالثه	الرابعه	الخامسه
قيمه الجنيه	,٩٣	,٨٦	,٧٩	,٧٤	,٦٨

٣ ـ القيمه الحاليه لصافى التدفقات لكل بديل :

السنه	المورد (أ)	المورد (ب)
الأولى	٩٠,٠٠٠ × ,٩٣ = ٨٣,٧٠٠	١٠٩,٠٠٠ × ,٩٣ = ١٠١,٣٧٠
الثانيه	٧٠,٠٠٠ × ,٨٦ = ٦٠,٢٠٠	١٠٩,٠٠٠ × ,٨٦ = ٩٣,٧٤٠
الثالثه	٦٩,٠٠٠ × ,٧٩ = ٥٤,٥١٠	٨٧,٠٠٠ × ,٧٩ = ٦٨,٧٣٠
الرابعه	٥٨,٠٠٠ × ,٧٤ = ٤٢,٩٢٠	٧٥,٠٠٠ × ,٧٤ = ٥٥,٥٠٠
الخامسه	٥٨,٠٠٠ × ,٦٨ = ٣٩,٤٤٠	٧٥,٠٠٠ × ,٦٨ = ٥١,٠٠٠
إجمالى	٢٨٠٧٧٠	٣٧٠٣٤٠

٤ ـ نقوم بطرح صافى التدفقات من التكلفه الأستثماريه لكل آله فإذا كان الناتج صفر أو رقم قريب منه كان معنى ذلك أن العائد المتوقع تحقيقه هو معدل الخصم ٨ % أما إذا لم يتساويا نبحث عن معدل عائد آخر .

	التكلفه الأستثمار		صافى القيمه الحاليه للتدفقات الداخله	
المورد (أ) =	٣٢٧٠٠٠	-	٢٨٠٧٧٠ =	٤٦٢٣٠ جنيه
المورد (ب) =	٤٠٩٠٠٠	-	٣٧٠٣٤٠ =	٣٨٦٦٠ جنيه

٥ ـ نظرا لعدم تساوى صافى القيمه الحاليه للتدفقات النقديه الداخله مع التكلفه الإستثماريه لذلك نجرب معدل خصم آخر وليكن ٢ %

القيمه الحاليه لصافى التدفقات :

المورد (أ)				جنيه
٩٠,٠٠٠	×	,٩٨	=	٨٨,٢٠٠
٧٠,٠٠٠	×	,٩٦	=	٦٧,٢٠٠
٦٩,٠٠٠	×	,٩٤	=	٦٤,٨٦٠
٥٨,٠٠٠	×	,٩٢	=	٥٣,٣٦٠
٥٨,٠٠٠	×	,٩١	=	٥٢,٧٨٠
إجمالى القيمه الماليه				٣٢٦،٤٠٠

المورد (ب)				جنيه
١٠٩,٠٠٠	×	,٩٨	=	١٠٦,٨٢٠
١٠٩,٠٠٠	×	,٩٦	=	١٠٤,٦٤٠
٨٧,٠٠٠	×	,٩٤	=	٨١,٧٨٠
٧٥,٠٠٠	×	,٩٢	=	٦٩,٠٠٠
٧٥,٠٠٠	×	,٩١	=	٦٨,٢٥٠
				٤٣٠،٤٩٠

٦- يتضح بذلك أنه بالنسبه للمورد (أ) يتساوى حجم القيمه الحاليه لصافى التدفقات النقديه الداخله تقريبا ٣٢٦٤٠٠ جنيه مع التكلفه الإستثماريه ومقدارها ٣٢١,٠٠٠ جنيه ويكون بالتالى العائد الداخلى المتوقع الحصول عليه هو ٢% على هذه الآلات أما بالنسبه للمورد (ب) فإن حجم التدفقات النقديه الخارجه فى شكل تكلفه إستثماريه وهى ٤٠٩,٠٠٠ جنيه أقل من صافى القيمه الحاليه للتدفقات النقديه الداخله فى شكل إيرادات عند معدل الخصم ٢ % حيث هى ٤٣٠٤٩٠ جنيه ويصبح من المنطقى إن البحث عن معدل خصم يقع بين ٨% إلـــى ٢% وليكن ٦% .

القيمه الحاليه للعرض المقدم من المورد (ب) عند ٦%

جنيه				جنيه
١٠٩٠٠٠	×	,٩٤	=	١٠٢,٤٦٠
١٠٩٠٠٠	×	,٨٩	=	٩٧,٠١٠
٨٧٠٠٠	×	,٨٤	=	٧٣,٠٨٠
٧٥٠٠٠	×	,٧٩	=	٥٩,٢٥٠
٧٥٠٠٠	×	,٧٥	=	٥٦,٢٥٠
				٣٨٨,٠٥٠

ونظرا لعدم تساوى التدفقات الداخله ٣٨٨،٠٥٠ مع التكلفه الإستثماريه ٤٠٩،٠٠٠ لذلك نجرب معدل خصم ٤%

جنيه				جنيه
١٠٤,٦٤٠	=	,٩٦	×	١٠٩،٠٠٠
١٠١,٣٧٠	=	,٩٣	×	١٠٩،٠٠٠
٧٧,٤٣٠	=	,٨٩	×	٨٧،٠٠٠
٦٤,٥٠٠	=	,٨٦	×	٧٥،٠٠٠
٦١,٥٠٠	=	,٨٢	×	٧٥،٠٠٠
٤٠٩٤٤٠				

ويتضح أنه عند معدل الخصم ٤ % يتساوى حجم التدفقات النقديه الداخله فى شكل إيرادات مع رأس المال المطلوب إستثماره فى الآلاه المقدمه من المورد (ب) ولذلك يصبح هو المورد الأفضل لأن الأستثمار فى الآلات يحقق عائد داخلى ٤ % بينما المورد (أ) يحقق ٢% تقريبا .

الفصل العاشر

التمويل التأجيرى للسلع والمعدات الرأسمالية

(Financial Leasing)

أولا - مقدمة :

أ - وصف عام لعملية التمويل التأجيرى :

إن التأجير التمويلى Leasing عبارة عن عملية تبدو كأنها قريبة جدا من عملية إيجار المواقع . وبواسطة عقد التمويل التأجيري ، فإن أحد الأطراف - المؤجر - يلتزم بأن يضع تحت تصرف الطرف الآخر - المستأجر - معدات رأس مالية محددة خلال فترة زمنية بشروط محددة صراحة . وكما هو الحال بالنسبة لتأجير المواقع ، فإن الشروط الأساسية للعقد تستند إلى تعريف السلع والمعدات المؤجرة ، في لحظة التأجير ، وعلى مدة العملية وعلي ما إذا كان هناك إرجاع للسلع والمعدات عند نهاية فترة العقد .

وفيما يتعلق بطبيعة السلعة والمعدات المؤجرة ، فإنه يمكن القول أنه من الممكن تأجير كل المعدات تقريبا وسواء كانت معدات رأس مالية ، أو معدات وآلات المكاتب أو حتى السلع الإستهلاكية المعمرة . وفى هذا الخصوص ، فإن حالة السوق تعتبر كحالة المشروع ، الذى يؤجر أو الذى يشترى ، يمكن أن يحصل على ما يناسبه تماما . ومن هنا فإنه من البديهى أن يكون هناك وصف تفصيلى ومحدد للسلع والمعدات محل التأجير وهذا يعتبر ضروريا إلى حد كبير . ومن وجهة النظر التعاقدية البحتة ، فإن الشروط التى تحدد قيمة الإيجار وطريقة الدفع لا ينتج عنها أية مشاكل

خاصة . ولكنها مع ذلك تعتبر جوهرية لأنها بالطبع لها تأثير مباشر على تكلفة العملية .

إن مدة عقد التأجير قد تكون متغيرة تماما . إنها تعتمد بشكل خاص على طبيعة السلع والمعدات وعلى المنفعة التي تمثلها بالنسبة للمستأجر . ومن البديهي أن مدة العقد لا يمكن أن تزيد عن المدة المحتملة للعمر الإقتصادي للسلعة أو المعدة الرأسمالية . ومن ناحية أخرى ، فإن العقد يمكن أن يقوم تماما على أساس مدة قصيرة جدا : وفي الحقيقة فإنه من الممكن ألا يكون المستخدم للسلعة في حاجة إليها إلا لفترة قصيرة أو ، لأسباب متعددة ، لا يستطيع الإرتباط بالعقد لأجل طويل .

إن مدة العقد لا تعتبر محددة بشكل دقيق إنها يمكن في الحقيقة أن يقوم طرف أو آخر- المستأجر على وجه العموم - له الخيار أو حرية التصرف لأن ينهي العقد مقدما . وسوف نري فيما بعد أن عدم التأكد يضغط بهذه الطريقة على المدة الفعلية للعقد بسبب صعوبات متعددة .

وفيما يتعلق بمصير السلعة المحتفظ بها عند إستحقاق العقد فتوجد هناك إمكانيات متعددة للتصرف . إن الموافقة في العقد قد تتضمن أن يقوم المؤجر بإسترداد السلعة أو ، في نفس الوقت ، يستطيع أن يسمح للمستأجر بشراء السلع أو المعدات على أساس أسعار محددة مقدما أو إعادة الإستئجار بشروط واضحة ومحددة .

ومن البديهي أن هذه الشروط ليس لها معنى إلا في حدود أن يكون الأصل له قيمة جوهرية متبقية مؤكدة عند نهاية إستحقاق العقد . ومن المسلم به أنه يمكن تجاهل أهميتها إذا ما كانت المدة المنصوص عليها في

العقد مساوية لمدة العمر الإقتصادى للسلع والمعدات ، وإذا ما كانت مدة العقد قصيرة جدا ، فإن هذه الشروط قد تلعب دورا حاسما في هذا الخصوص .

ويخصوص التمويل التأجيري فإن المصطلحات تعتبر غامضة إلى حد كبير . فمن ناحية المعنى الحرفي للكلمة فإن إصطلاح التمويل التأجيري Leasing ليس أكثر من أن يكون عملية إيجار عادية . إن الإزدهار الكبير الذى عرفه تأجير المعدات الرأسمالية قاد للأسف إلى إستخدام هذا المصطلح العام للتمويل التأجيري لأن يصف كل عملية تأجير للسلع الرأسمالية . وقد نتج عن ذلك لبس كبير وذلك لأن العقود الخاصة بهذا الموضوع يمكن أن تختلف بشكل كبير من عملية إلى أخرى ، وأكثر من ذلك فإن النواحى القانونية محل الإعتبار للتصرف في هذه الأنواع من العقود يمكن أن تختلف كذلك بشكل ملموس من دولة إلى أخرى . ومهما كانت النواحي القانونية ، فإنه قد يكون محتما أن نميز بين ثلاثة أنواع كبيرة من عقود الإيجار الخاصة بالسلع الرأسمالية :

(١) التأجير المؤقت :

إن هذا التأجير يتميز بخاصية مدته القصيرة جدا فيقوم المستأجر بتأجير السلعة لأسباب محددة بمدة قصيرة جدا يكون خلالها فى حاجة إلي هذه السلعة الرأسمالية إن الحالة التي تكون مطابقة لذلك تكمن فى تأجير السيارات المستخدمة لفترة مؤقتة ، إلا أن شراءها ليس فى محل تفكير أو بحث ، وأن من مصلحة المشروع أن يقوم باستئجارها في كل مرة يكون في حاجة إليها . إن هذا غالبا قد يكون حالة المشروع الذي يعمل فى مجال

الهندسة المدنية الذى لا يستطيع بمجهوده أن يتملك كل المعدات التى يستخدمها .

إن موقف المستأجر غير قابل للإستمرار إلا إذا إستطاع أن يستأجر نفس السلعة مرات متعددة ، وبشكل أكثر تحديدا ، فإن الخطوات الأمثل لأعمال المؤجر تعتمد بشكل مباشر على عدد المرات التى يتم فيها تأجير السلعة التى يمتلكها . إن هذا التحديد الدقيق يعتبر هاما بالنسبة للمستأجر، لأنه ينتج عن ذلك ميله وتزويده إلى عدم تملك هذه السلعة " السيارات ، سيارات النقل ، العربات ، الحاويات ، الروافع " إن السعى إلى التأجير المؤقت - والذى يتعلق بالمصطلح الأنجلوسكسوني وهو الـ Renting - يسمح بتجنب تجميد الأموال في معدات قليلة الإستخدام أو القيام بعمليات يتعذر تحقيقها بشكل دائم .

(٢) التأجير للإستغلال :

إن هذا يتعلق بالمصطلح الأنجلوسكسوني الذى يسمي بـ Operating lease فهو يكون فى بعض الأحيان مصمما لكي يعبر عن " التأجير التشغيلي " إن خاصيته الأساسية تكمن في حقيقة أن هذا العقد قابل للفسخ فى أى وقت من جانب المستأجر ، ومن غير المساس به وذلك عن طريق الإخطار مقدما بفترة وجيزة . إن مدة العقد قد تمتد وتصل إلى نهاية العمر الإقتصادى للسلعة أو المعدات ، ولكنه من الناحية العملية ، فإن العقد ينتهى بشكل عام خلال مدة قصيرة قد تتجدد تلقائيا .

إن المستأجر قد يقوم بفسخ العقد سواء عندما لا يكون في حاجة إلى السلعة المؤجرة ، أو سواء عندما تظهر معدات جديدة أكثر كفاءة أو أكثر

مواءمة والتى تظهر في السوق ، وفى الحالة الثانية فإن المستأجر يكون له الحق بالطبع فى إمكانية توقيع عقد جديد للإيجار الإستغلالى يقوم علي أساس السلعة الأكثر حداثة . ويبدو إذن بشكل واضح أن الميزة الأساسية للإيجار للإستغلال تكمن فى أن المستأجر يستطيع أن يحمى نفسه ضد مخاطر التقادم . ومع ذلك فإنه قد يظهر الفروق الدقيقة الهامة جدا لهذه الميزة ، ففي الحقيقة أن هذا النوع من التأجير ، نجد أن المؤجر يكون غالبا منتجا للسلعة . إن هذا بوجه عام هو حالة منتجى الكومبيوتر أو الحاسبات الآلية ، والآلات المحاسبية أو آلات التصوير . إن المؤجر يعرف إذن بطريقة أفضل من غيره مخاطر التقادم مهما كانت طبيعتها ، وفضلا عن ذلك فإنه غالبا ما يعرف بنفسه طبيعة هذا التقادم الذى يؤثر ويضر بالمعدات المؤجرة. وينتج عن ذلك أن المؤجر لا يفترض أنه يؤمن هذه الوظيفة مجانا ، بل على العكس ، فإنه سوف يأخذ فى حسبانه هذا الأمر عند حساب قيمة الإيجارات والقسط المناسب لها . وبالنسبة للمستأجر فإن ذلك يعنى تقييم هذه الأقساط وتحديد ما إذا كانت تأخذ فى الإعتبار المخاطر التي يتم تقديرها .

إن عقود التأجير للإستغلال تأخذ فى إعتبارها عموما تكاليف المؤجر في الصيانة والإصلاح . وكما هو الحال بالنسبة للحماية ضد مخاطر التقادم، فإن هذه الخدمات تعتبر غير مجانية : إن أسعارها تعتبر متضمنة في قيم الإيجار . إنه من الممكن تقديرها بدقة فى الحالة التي يكون فيها المنتج المؤجر يقوم بنفسه بعمل عقد صيانة منفصل للمشروعات التى تشترى المعدات المعينة بدلا من تأجيرها . وفي هذا الخصوص ، فإن الميزة الوحيدة للتأجير للإستغلال تكمن في الجوذة الأفضل للخدمة المقدمة " الدقة ،

الصيغة " والتى تنتج عن حقيقة أن المؤجر يقوم بشكل أفضل بصيانة آلاته الخاصة .

(٣) التأجير التمويلى :

إن هذا الإصطلاح التأجير التمويلى يأتي مباشرة من الإصطلاح الأنجلوسكسوني لـ " التمويل التأجيرى أو" Financial Lease " أو " Financial Leasing " . وفى فرنسا وبلجيكا ، فإن التشريع يشير إلى هذا النوع للإيجار بتسميته " Credit - bail " و " Location financement" على التوالي .

إن الخاصية الأساسية للتأجير التمويلي تشتمل على حقيقة أن هذا العقد يقوم على أساس المدة المحتملة للعمر الإقتصادى للسلع والمعدات كما أنه من الناحية العملية غير قابل للرجوع فيه ، وأن فسخه يكون من جانب المستأجر ممكنا عندما يؤدي إلى تكاليف باهظة بالنسبة له .

إن التأجير التمويلى له خاصية أساسية فى أنه يسمح للمستأجر بإستخدام السلعة حتي ولو لم يكن لديه القدرة على تمويل شراءها بواسطة طرق التمويل التقليدية . وفي الحقيقة ، فإنه يجب ملاحظة أن التأجير للإستغلال يلبى بالضبط هذه الوظيفة في هذا الخصوص . وفي كل الأحوال، لا يجب البحث كثيرا فى التمييز بطريقة نظامية هذين النوعين من التأجير ، وفى الحقيقة ، فإن المقدرة علي فسخ عقد للتأجير للإستغلال ، بالإضافة إلى أنه موجود بشكل غير قابل للمناقشة من وجهة النظر القانونية ، قد يوحى بأنه محتمل من وجهة النظر العملية . إنه على سبيل المثال قد نكون واهمين إذا فكرنا أن مشروعا ما يستطيع أن يفسخ عقد

الإيجار بين عشية وضحاها وأن يترك بهذه الطريقة إستخدام حاسب آلي خاص بأعماله .

ب - تحديد المشكلة :

من خلال هذا الفصل المخصص للتمويل التأجيري Leasing ، فإننا سوف نركز بالكامل تقريبا علي التأجير المالى لأن تحليله يعتبر ميسورا نسبيا . وبنفس الطريقة سوف نركز على عقد التأجير للإستغلال ، الذى له خاصية الرجوع فيه . إن هذا العقد يخلق مشاكل متعددة التى يصعب حلها بشكل عام .

ومن وجهة نظر أخري فإن إختيارنا يتم تبريره عن طريق أننا سوف نركز بشكل منظم على الخاصية الأساسية لهذين النوعين من عقود الإيجار، ذلك أنهما قبل كل شيء عبارة عن وسائل للتمويل .

وفي الحقيقة ، فعندما يقرر المشروع إستخدام معدات جديدة ، فإنه يستطيع غالبا إما تأجير السلع والمعدات ، وإما شراءها بالإعتماد على طرق التمويل التقليدية (التمويل الذاتى ، الإئتمان المصرفى ، أو الإقتراض من الغير ، إلخ) . ومن الطبيعى إذن أن التأجير يعتبر طريقة للتمويل ، طالما أنه مصمم لكي يحل محل مصادر التمويل الأخري . ولهذا الغرض ، يجب أن نركز بقوة علي أنه في التأجير التمويلي فإن دور المؤجر يتضمن فقط تمويل المعدات التى يرغب المشروع فى إستخدامها إن المؤجر ليس لديه قط حديقة من الآلات ، ولكنه يرضى بشراء المعدات التى تناسب عميله ويقوم بتأجيرها له . إنه يعتبر إذن مجرد وسيط مالي بحت بين المنتج والمستخدم : ولذلك فإننا نسمي هذا فى بعض الأحيان مؤجر

مالى . وفى التأجير للإستغلال ، فإن خاصية الرجوع في العقد تخفي بشكل ضعيف هذه الوظيفة المالية البحتة ولكن فى تحليل أخير فإن هذا يعتبر ، إن المؤجر يفترض قبل كل شىء،دورا عاليا تجاه المستخدم للمعدات. وينتج عن ذلك إذن أن التحليل المسبق لعقد الإيجار التمويلي أنه يتعلق بعملية تأجير للإستغلال أو تأجير مالي ، يجب أن يصحبه تحليل مثل أى وسيلة تمويل .

وعند توقيع عقد التأجير التمويلي ، فإن المستأجر يضمن إذن وسيلة المتمويل : بدلا من أن يدبر في الحال سعر شراء السلع والمعدات ، إنه يلتزم بدفع أقساط الإيجار كل فترة معينة . وكنتيجة لذلك فإنه من الطبيعي أن المستأجر يتعاقد على دين مساوى لقيمة الإيجارات المتوقعة بالعقد . وبعبارة أخرى فإنه يمكن أن نخلص إلى أن التأجير التمويلي يمثل طريقة للتمويل عن طريق الأموال الخارجية .

وعندما يشترى مشروع ما سلع أو معدات ، فإنه من النادر أن يكون قادرا علي تمويلها بالكامل بواسطة الإقتراض ، وهذا يرجع إلى القيود المفروضة بواسطة البنوك . ويجب على المشروع إذن أن يلجأ إلي مصادر أخرى للتمويل كما يجب عليه أن يذلل الصعوبات التى قد لا توجد إذا ما لجأ إلى التمويل التأجيرى . ان التمويل التأجيرى يمول مجموع أسعار السلع والمعدات ويلغى في نفس اللحظة المشكلة الصعبة لمزيج التمويل .

وأخذا فى الإعتبار هذه الإيضاحات والتفسيرات الضرورية ، فإننا نستطيع الآن أن نقدم الخطوط العريضة للتحليل الذى سوف نقوم به ، إننا سوف ندرس أولا العوامل الكمية البحتة ، وهذا يعنى تحليلا صعبا

للمشاكل التى يجب حلها والتى تعتبر معقدة ومع ذلك فإنه من الضرورى أن يكون هناك رغبة للدراسة بطريقة مترابطة ومتناسقة لمجموعة العوامل المميزة للتأجير التمويلي . وبمجرد القيام بهذا التحليل الكمي ، فإننا سوف نفحص العوامل النوعية الأكثر إرتباطا بالتأجير التمويلى .

إن التأجير التمويلي يعتبر موضوعا أدي إلى محاولات جادة ، وسواء كان ذلك يتعلق بالتحليل الكمي أو بالتحليل النوعي. إن المحاولات نشأت بشكل واضح علي تحديد تكلفة التمويل التأجيري ، وعلي أهمية المزايا الضريبية التى يفترض أن يؤدى إليها التمويل التأ[illegible] . وعلي الخ[illegible] المستندة بشكل خاطئ بسبب هذا المنهج فى التمويل . إن هذا الجدل العلمى ، والذى مازال مستمرا ، وسوف يرغمنا علي تمحيص التحليل بعد ذلك . وهذا ما يعتبر ضروريا للحكم علي الفرص التى يتيحها التمويل التأجيري ، ويجب علينا فى الحقيقة أن تقوم بعمل حكم مؤسس جيدا على بعض الأدلة والبراهين .

جـ - رسم تخطيطي للقرار :

إننا نستطيع أن نستنتج مما تقدم وبوضوح كامل أن التأجير التمويلي أو التأجير للإستغلال - تعتبر طريقة للتمويل . وبقدر ذلك ، فإنه يدخل إذن فى منافسة مع مصادر التمويل الأخرى المستخدمة بشكل تقليدى لتمويل الإستثمارات . إن هذه المنافسة ليست مع ذلك بسيطة كما قد تبدو للوهلة الأولى . وفي الحقيقة فإنها لا تقوم فقط علي أساس التكلفة - بالإضافة إلى أن تحليل التكلفة ليس سهلا - ولكنها تمتد إلى حجم الأمورل الموضوعة تحت التصرف عندما لا توجد الإمكانيات المادية للحصول على

الأموال . وبعبارة أخرى ، فإنه يجب أن نميز بين الحالات الأربعة التالية :

١ - إن شراء السلع والمعدات لا يكون ممكنا لأن المنتج للمعدات المأخوذة في الإعتبار يرفض بيع هذه المنتجات ويفضل تأجيرها . ان المثال الأكثر نموذجية في هذا الخصوص كان هو السياسة المطبقة بواسطة شركة Rank Xerox (شركة منتجة لالات التصوير) وذلك في السنوات الأخيرة .

٢ - أن تأجير السلع والمعدات ليس ممكنا . وهو يعتبر كذلك عندما تكون قيمة السلعة هامة جدا بالنسبة للمستوى المالى للمشروع . إن ذلك غالبا هو الحالة بالنسبة للمعدات الثقيلة والتي تعتبر عنصرا دقيقا بالنسبة للإنشاءات أو المبانى .

٣ - إن شراء السلعة أو المعدة يكون ممكنا ، ولكن المشروع لا يستطيع أن يواجه الإحتمالا الخاصة للتعثر لأسباب مالية وبشكل أدق فإنه من المستبعد أن يقوم البنك بإقراض قيمة مساوية لسعر الأصل . وإذا لم يستطع المشروع أن يحصل علي التمويل بطرق أخرى - تمويل ذاتى ، زيادة رأس المال ، قرض من الغير - فإنه لن يكون هناك إمكانيات أخرى إذا ما رغب في إستخدام السلعة ، إلا إذا قام بتوقيع عقد الإيجار . وإننا نستطيع أن نكتشف للحظة واحدة ونتأكد من الإختلاف الغريب بين منهج المؤجر ومنهج البنك ، والتى سوف نبحثها فيما بعد . .

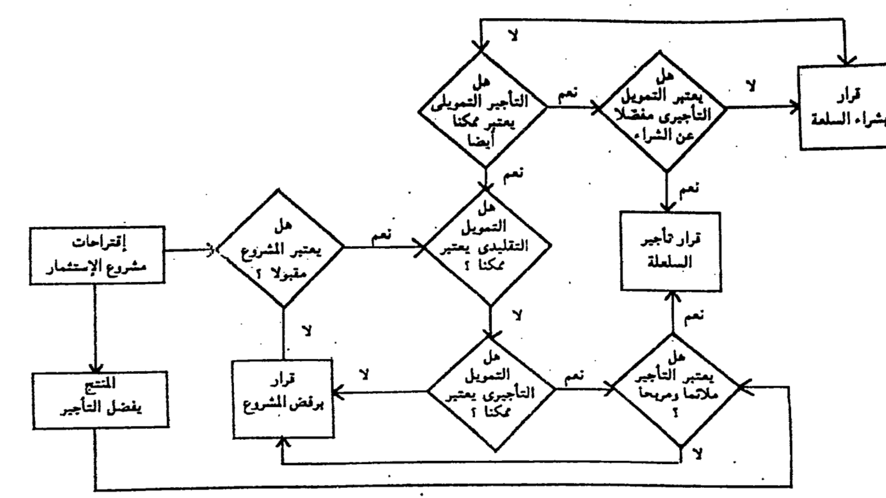
٤ - أن التأجير والشراء الممولان بواسطة وسائل تقليدية يعتبران إمكانيتان يمكن اللجوء إليهما عن طريق المشروع . إن هذه هى الحالة التي تعتبرها طبيعية . وعندما يكون التأجير هو الوسيلة الوحيدة التى يمكن

اللجوء إليها ، فإن البديل لذلك يعتبر ملخصا جدا : فقرار التأجير أو عدم التأجير للسلعة يتعلق بالقرار المتزامن لإستخدام أو عدم إستخدام السلع والمعدات . وفي مثل هذا الموقف ، فإن القرار الذى يجعل المشروع يقوم في نفس الوقت بالإستثمار ويقوم على تمويله ، وهو من هذه الحقيقة يعتبر آخذا ذلك بشكل بسيط . أما إذا كان المانع يأتي من موقف وإتجاه المؤجر ، فإن الإيجارات تتضمن عوامل متنوعة مرتبطة بالإستثمار للحماية ضد مخاطر التقادم والتمويل أو الخدمات الأخرى المقدمة بواسطة المؤجر ، وإنه من الصعب جدا لكي لا نقول مستحيل للتفرقة والفصل بسبب المقارنة المستخدمة . وإذا كان على العكس نري أن شراء السلعة ليس مستحيلا بسبب الموقف التمويلي للمشروع ، فإنه يمكن معرفة السعر بالتحديد الذى يمكن للمشروع أن يشتري به المعدات ، إن هذا التحكم يسمح بالفصل بسهولة بدرجة أكبر أو أقل بين العوامل المتعددة المتضمنة في قسط الإيجار وكنتيجة لذلك نستطيع أن نحكم بشكل أكثر وضوحا على المزايا الحقيقية للإيجار الذى نحن بصدده .

وفي الحالة الطبيعية فإن الإجراءات التى تؤدي إلى إتخاذ قرار بالإيجار أو بالشراء تنشأ بالضرورة من الفحص البحت الذى يقوم على أساس فرصة إستخدام السلعة . وبعبارة أخري ، فإن ذلك يعنى إختيار الطريق الأفضل لتمويل إستثمار ما والذى تم الحكم عليه بالقبول .

إن الشكل التخطيطى في الصفحة التالية يوضح مدي التعقيد في عملية إتخاذ القرار فيما يتعلق بالسلع والمعدات . إن باقي هذا الفصل في التأجير التمويلي سوف يقوم فقط على أساس الحالة الطبيعية .

رسم توضيحى لإتخاذ قرار بخصوص التأجير



ثانيا - تكلفة التمويل التأجيري :

لدراسة تكلفة التمويل التأجيري فإننا سوف نأخذ مثالا بسيطا لكي نوضح ونخفف من الإجراءات . إننا سوف نتخيل إذن أن مشروعا ما قرر إستخدام معدات رأسمالية محددة ، والذي يستطيع تمويل شراءها دون أية صعوبات والذي قد قدم له إقتراح بعمل عقد تأجير تمويلي .

معطيات المثال :

* سعر شراء المعدات	٢٠٠٠٠٠ جنيه
* مدة العقد " غير قابل للرجوع فيه أى نهائى "	٥ سنوات
* قسط الإيجار يتم دفعه في نهاية السنة	٥٤٨٠٠ جنيه
* معدل الضريبة	٤٠٪
* معدل الفائدة بالسوق	٧,٥٪

يجب أن نذكر فى التو واللحظة أن معطيات هذا المثال لا تدعى أنها تعكس ما يحدث بشكل واقعي في هذا الخصوص . إن الهدف الوحيد لهذا المثال هو تسهيل الحسابات وتوضيح الطريقة ، وبالتالى فإن هذه المعطيات قد تم تبسيطها بالشكل التالي :

١ - لقد افترضنا أن أقساط الإيجار تدفع سنويا وفى آخر كل سنة وفى الحقيقة ، فهي تدفع عادة كل ربع سنة وفى بداية المدة .

إن قسط الإيجار الأول إذن يعتبر من الناحية الواقعية قابلا للدفع عند توقيع العقد بما يخالف ما هو موجود فى مثالنا ، إننا سوف نفترض

أنه يدفع في نهاية السنة الأولى .

٢ - لقد قمنا بحذف الأتعاب الإدارية بالكامل والتى يقتطعها المؤجر عند توقيع العقد . إن هذه الأتعاب الإدارية تصل قيمتها بوجه عام إلي حوالي ٢٪ من سعر شراء السلع والمعدات .

٣ - أننا قد افترضنا أن مدة العمر الإقتصادى للمعدات يتفق تماما مع مدة العقد ، ونتيجة لذلك فقد افترضنا أن القيمة المتبقية للسلع والمعدا في نهاية العقد ستكون صفرا . ومع قبولنا لذلك ، فإنه ينتج أن سعر الإختيار بمعنى السعر الذي يستطيع المستأجر أن يدفعه لتملك وشراء المعدات الرأسمالية في نهاية العقد - يعتبر هو الآخر صفرا .

ولدراسة تكلفة التمويل التأجيري ، فإننا سوف نبدأ باستخدام منهج بسيط إلى أقصى حد ، والذي يعتبر من ناحية أخرى أكثر شيوعا عند الرغبة في تحليل ومقارنة تكلفة الطرق المختلفة للتمويل : إنه يتضمن حسابا سعر الفائدة الضمنى للتمويل الذى تم الحصول عليه عن طريق التأجير التمويلى وإلي مقارنته بسعر الفائدة بالسوق . وأخذا في الإعتبار أن المؤجر يستطيع أن يزود بخدمات أخرى غير التمويل ، فإننا سوف نقدم بعد ذلك طريقة تسمح بتقسيم الإيجارات السنوية إلي عاملين إثنين هما : أولا ، العوامل المرتبطة بالتمويل الذى تم الحصول عليه . وثانيا ، العوامل التى تتأثر بالخدمات الأخري المقدمة بشكل فعلى من جانب المؤجر .

إننا سوف ندرس بعد ذلك تكلفة العامل الضريبي ، حيث يعتبر غالبا أن التمويل التأجيري يستطيع أن يقدم مزايا ضريبية هامة للمشروع المستأجر . إن هذا يعنى بالنسبة لنا الفصل الدقيق بين التأثير الفعلى

للضرائب الناتج عن تكلفة التمويل التأجيري ، وأننا نستطيع أن نحدد بوضوح طبيعة هذه الميزة الضريبية . وفى ختام هذا الفصل ، فإننا سوف نكون فى وضع يمكننا من عرض طريقة بسيطة تسمح بالتحليل بشكل دقيق لتكلفة التمويل التأجيرى .

أ - معدل الفائدة الضمنى :

فى مثالنا هذا ، يلاحظ أن مجموع أقساط الإيجار التى يجب دفعها تصل قيمتها إلي :

٥٤٨٠٠ × ٥ = ٢٧٤٠٠٠ جنيه

فى حين أن المعدات المعنية لا تساوى أكثر من ٢٠٠٠٠٠ جنيه

وفى الحدود التي نفترض فيها أن التمويل التأجيرى ليس إلا طريقة للتمويل ، فإنه يجب إعتبار أن الفرق بين مجموع قيمة أقساط الإيجار وقيمة المعدات ٧٤٠٠٠ جنيه فى حالتنا هذه يتعلق تماما بقيمة الفوائد التى يدفعها المستأجر إلى المؤجر للتمويل الذي تم الحصول عليه . ومن الضرورى أن نعرف أن معدل الفائدة المطبق بواسطة المؤجر حتي نستطيع أن نقارنه بمعدل الفائدة فى السوق ، أو بالأحرى بمعدل الفائدة الذى كان المشروع سيلجأ إليه لإقتراض القيمة الضرورية لشراء المعدات من الناحية الفعلية . ان هذا المعدل الأخير يتعلق بما سوف نسميه بالتالي سعر أو معدل الإقتراض الممكن ، وفى مثالنا فسوق نفترض أنه يساوى ٧.٥٪ .

ان تحديد سعر الفائدة المطبق بواسطة المؤجر سوف يتم عن طريق التقريب المتتابع . وبالنسبة لمعدل ١١٪ فإن القيمة الحالية لأقساط الإيجار

تصل إلي :

$$٥٤٨٠٠ \times \overline{\lceil ٥}^{أ}$$

$$= ٥٤٨٠٠ \times ٣,٦٩٥٩$$

= ٢٠٢٥٣٥ جنيه

وبالنسبة لمعدل ١٢٪ فإن نفس القيمة الحالية ترتفع إلى :

= ٥٤٨٠٠ × ٣,٦٠٤٧٨ = ١٩٧٥٤٢ جنيه

إن الفرق بين القيمتين ، ليكن ٤٩٩٣ جنيه ، تأتي من الفرق بمقدار ١٪ في معدل القيمة الحالية . إن المعدل الصحيح يقع إذن بين ١١٪ و ١٢٪ وعن طريق التقريب الخطى ، فإنه يمكن تقديره على أساس :

$$= ١١٪ + \frac{٢٥٣٥}{٤٩٩٣}$$

= ١١,٥٪

وبعبارة أخرى ، فإن عقد التمويل التأجيري الذى يمكن للمشروع أن يوقعه سوف يجلب له تمويلا يكلفه ١١,٥٪ سنويا . وبشكل منطقي ، فإنه يمكن تفصيل كل قسط إيجار إلي عاملين إثنين : الفائدة والسداد ، إن هذه القاعدة يمكن أن يتم بنا ؤها بواسطة جدول السداد التالى :

جدول رقم ١/١

جدول السداد

(بآلاف الجنيهات)

السنة (١)	قسط الإيجار (٢)	الفائدة ١١.٥٪×(٥)* (٣)	السداد (٢) - (٣) (٤)	الرصيد المتبقى من الدين (٥)* - (٤) (٥)
صفر	--	--	--	٢٠٠.٠
١	٥٤.٨	٢٣.٠	٣١.٨	
٢	٥٤.٨	١٩.٤	٣٥.٤	
٣	٥٤.٨	١٥.٢	٣٩.٦	
٤	٥٤.٨	١٠.٨	٤٤.٠	
٥	٥٤.٨	٥.٦	٤٩.٢	
المجموع	٢٧٤.٠	٧٤.٠	٢٠٠.٠	

* من السطر السابق .

وكما يمكن أن نفهمه ، فإن التمويل التأجيري يبدو لأول وهلة فى جميع الأحوال - كما لو أنه على نحو واضح أكثر تكلفة بالمقارنة بالتمويل التقليدى ، وبوجه عام فإن سعر الفائدة المطبق بواسطة المؤجر يتجاوز ٥٠٪ تقريبا من معدل الإقتراض الممكن وهذا ما نلاحظه فى مثالنا . إن هذا الفرق في المعدل ليس له مبرر غير أن المؤجر يقدم خدمات أخري بالمقارنة بالتمويل البسيط . ولكي ندرك ونعى التكلفة الإضافية التى أوجدتها هذه الخدمات الأخرى المحتملة ، فإنه من المفضل تقدير القيمة الإسمية لهذه التكلفة أكثر من تبريرها على أساس سعر الفائدة . وبشكل فنى ، فإن تقييم التكلفة الإضافية يسمي علاوة المؤجر المتعاقد ، يمكن الحصول عليها

عن طريق تحليل أقساط الإيجار إلى مجموعتين من العوامل الدقيقة : الجزء الأول يتضمن العوامل المرتبطة بالخدمة الخاصة بالدين ، والجزء الثانى يتضمن العوامل البنائية لقسط الإيجار للمؤجر .

ب - منهج لتجزئة وتحليل أقساط الإيجار :

إذا ما أردنا أن نفصل العوامل المرتبطة بشكل دقيق للتمويل المقدم بواسطة المؤجر ، فإنه من الضرورى وبشكل لا يمكن تجنبه أن نعتبر أن المشروع يستطيع الحصول علي نفس قيمة التمويل بالمعدل الممكن للإقتراض. وتحت هذا الفرض ، فإن ذلك يقودنا إذن إلى حساب القيمة الحالية لأقساط الإيجار بالسعر الممكن للإقتراض ، وليكن ٧.٥ ٪ . ويكون هنك في حالتنا هذه :

القيمة الحالية لأقساط الإيجار = ٥٤٨٠٠ × أ ⌐٥ =

= ٢٢١٨٠٠ جنيه مصرى

ويمكن تفسير هذه القيمة كالآتي . عند توقيع العقد ، نجد أن المشروع يلتزم بدفع ٥٤٨٠٠ جنيه سنويا خلال ٥ سنوات .. وأكثر من ذلك وبالتحديد ، يستطيع أن يقترض بمعدل ٧.٥ ٪ . وينتج عن ذلك أن الإرتباط بدفع أقساط الإيجار يجب أن يسمح في التو واللحظة بقرض قدره ٢٢١٨٠٠ . وعلي ذلك ، فإن المؤجر لا يزود بتمويل أكثر من ٢٠٠٠٠٠ جنيه .. ولكنه يتطلب الدفع علي خمسة أقساط يصل كل منها إلي ٥٤٨٠٠ جنيه إنه يمكن إذن أن نستنتج أن عقد التمويل التأجيري يتعلق بقرض قدره ٢٠٠٠٠٠ جنيه بسعر فائدة قدره ٧.٥ ٪ خلال ٥ سنوات ، وينتج عنه فوائد يجب دفعها فى الحال إلى المؤجر قدرها

٢١٨٠٠ جنيه . إن هذا السداد الإضافي يشكل علاوة المؤجر . وسوف نقوم الآن بتوزيع هذه العلاوة على أقساط الإيجار السنوية ، باستخدام هذا المنهج لمؤلفيه " Bower, Herringer et Williamson ". ولقد إخترنا هذا المنهج بسبب الطريقة التي يفوح بها لإظهار تلك العلاوة في نهاية مدة العقد ، وهو ما يبدو لنا واقعيا . إن الطريقة المقترحة سابقا بواسطة المؤلفين لها ميزة ، أمام أعيننا ، في أنها تظهر علاوة المؤجر سنة بعد سنة ، وللقول الحق ، فإن هذا هو المنهج الوحيد الذي يحلل بشكل حقيقي كل قسط إيجار .

ولكي نحلل أقساط الإيجارات ، فإن المؤلفين المذكورين فيما قبل قد وضعوا فرضا بأن جزء من العلاوة يعتبر متماثلا في كل قسط إيجار . وفي نفس الوهلة ، فقد افترضوا أن ، في كل قسط إيجار ، نجد أن الجزء المخصص فقط لخدمة الدين يعتبر ثابتا . وبشكل عام ، فإن التوزيع يعتبر كما يلي :

* الجزء المخصص لخدمة الدين :

$$= \frac{٢٠٠٠٠٠}{٢٢١٨٠٠} = ٩٠.٢ \%$$

* الجزء المخصص للعلاوة :

$$= \frac{٢١٨٠٠}{٢٢١٨٠٠} = ٩.٨ \%$$

وكما يمكن ن سنخلصه من الجدول التالى ، فإن كل قسط إيجار سنوى يمكن إذن أن يتم تحليله إلى عنصرين بالضبط وذلك بفصل الجزءين اللذين قمنا بحسابهما .

جدول رقم ٢/١

تحليل أقساط الإيجار السنوية

(بآلاف الجنيهات)

نهاية السنة	قسط الإيجار	العلاوة	خدمة الدين
١	٥٤.٨	٥.٤	٤٩.٤
٢	٥٤.٨	٥.٤	٤٩.٤
٣	٥٤.٨	٥.٤	٤٩.٤
٤	٥٤.٨	٥.٤	٤٩.٤
٥	٥٤.٨	٥.٤	٤٩.٤
المجموع	٢٧٤.٠	٢٧.٠	٢٤٧.٠

لقد قمنا سابقا بتحديد القيمة الحالية لعلاوة المؤجر وكانت مساوية لـ ٢١٨٠٠ جنيه . إن الجدول أعلاه قد نتج عنه أن علاوة المؤجر مساوية لـ ٥٤٠٠ جنيه فى السنة محسوبة على أساس معدل قدره ٧.٥٪ ، وبالتالى فإن القيمة الحالية للعلاوات الخمس تصل بالطبع رلي :

٥٤٠٠ × أ ٥| = ٢١٨٠٠ جم

ويبدو لنا أنه من المفيد الإصرار علي حقيقة أن الخدمة السنوية للدين التى تصل إلى ٤٩٤٠٠ جنيه تتعلق بسداد الأصل ودفع فوائد القرض الذى يصل إلى ٢٠٠٠٠٠ جنيه بمعدل ٧.٥٪ وحتى نصل إلي كل

الوضوح المطلوب لهذه المشكلة ، فإننا نستطيع من جديد أن ننشىء جدولا للتسديد كالآتى :

جدول رقم ٣/١
جدول السداد

(بآلاف الجنيهات)

نهاية السنة (١)	خدمة الدين (٢)	الفائدة ٧.٥٪ × (٥)* (٣)	السداد (٢) - (٣) (٤)	رصيد الدين (٥)* - (٤) (٥)
صفر	--	--	--	٢٠٠.٠
١	٤٩.٤	١٥.٠	٣٤.٤	١٦٥.٦
٢	٤٩.٤	١٢.٤	٣٧.٠	١٢٨.٦
٣	٤٩.٤	٩.٦	٣٩.٨	٨٨.٨
٤	٤٩.٤	٦.٦	٤٢.٨	٤٦.٠
٥	٤٩.٤	٣.٤	٤٦.٠	صفر
المجموع	٢٤٧.٠	٤٧.٠	٢٠٠.٠	--

* من السطر السابق .

وينتج عن ذلك بوضوح أن الجدولين السابقين اللذين تم على أساسهما إتخاذ القرار بتوقيع عقد التمويل التأجيري يجب أن يتم إنشائهما بشكل رئيسى على أساس مقارنة بين قيمة علاوة المؤجر والمزايا الحقيقية - التى تم اعتبار أنها تؤدى إلى الحصول علي الأموال على أساس المعدل الممكن للقرض وهو ٧.٥٪ فى حالتنا هذه . وعلي مستوى تحليل التكلفة ، فإنه يمكن إذن عمل تحديد كلى لوظيفة التمويل بشكل بحت والخاصة بالتمويل التأجيرى والتركيز علي التكلفة الإضافية التى يؤدى إليها التمويل التأجيري - وبعبارة أخرى ، فهذا يعنى تقدير ما إذا كانت هذه التكلفة

الإضافية تعتبر لها مبرر حقيقي بسبب الخدمات الإضافية .

إن التحليل الرئيسى الذى نخرج به من هذا التقسيم لأقساط الإيجار يعتبر ضروريا للحكم الصائب علي الفرص الخاصة باللجوء إلي التمويل التأجيري . وفى الواقع العملى ، فيمكن إعطاء أهمية كبيرة للمزايا الضريبية التى يفترض أن يؤدى إليها التمويل التأجيرى ، إلى الحد الذي يمكن أن نصل فيه إلي اعتبار ، دون أخطاء ، أن العامل الضريبى يضفي أهمية راجحة . ولذلك فسوق نخصص الفقرة التالية لإدخال العامل الضريبي في تحليل تكلفة التمويل التأجيري .

جـ - إدخال العامل الضريبى فى الأعتبار :

فى هذه الفقرة ، فإننا غالبا سوف نستخدم مفهوم الكسب الضريبى لما يجب إذن أن نوضحه بشكل دقيق . وما نسميه بالكسب الضريبى هو مقدار التوفير في الضريبة التى نتحملها ، وذلك عن طريق تخفيض الوعاء الضريبى ، الذي يسمح بتحقيقه ، ولكي نتعرف علي منشأ وطبيعة الكسب الضريبى ، يجب أن نحدد ما يلي :

الإيراد الخاضع للضريبة = R

المصاريف القابلة للخصم ضريبيا = C

صافي الربح = B

معدل الضريبة = t

ويتم كتابة العلاقة كما يلي :

$$B = (1 - t) R$$

ولنفترض الآن أن المشروع يجب أن يواجه مصروفات إضافية قابلة للخصم ضريبيا (C) ، وأن صافي الربح يصبح :

(معادلة ١/١)

$$B = (1 - t)\ (R - C)$$
$$B = (1 - t) R - C + t C$$

وفى المعادلة (١/١) ، فإن الكسب الضريبى يعتبر ممثلا بواسطة التعبير $t\,C$. وبالتعريف ، فإن هذا الكسب يعتبر إيجابيا ووجوده يعتبر مرتبطا بالمصروفات الإضافية . وينتج عن ذلك أن تعظيم هذا الكسب الضريبي لا يشكل هدفا فى حد ذاته بأى حال من الأحوال وهذا يرجع إلى أنه في الحقيقة يعتبر تعظيم للنفقات !

إن الفوائد المدفوعة تعتبر مصروفا قابلا للخصم من الإيرادات الخاضعة للضريبة وهي تعتبر إذن فى الأصل كسبا ضريبيا . ومع ذلك فإنه سوف يصبح من الخطأ أن تقارن نوعين من الديون على أساس الكسب الضريبى الذي سوف يؤدون إليه ، وهذا لسببين إثنين فمن جهة فإنه من البديهي أن القرض الذى سوف يكون معدل فوائده أكبر ، يكون هو الذى يؤدى إلى الكسب الضريبى الأكبر ، إن معيار تعظيم الكسب الضريبى سوف يقودنا إذن إلى إختيار القرض الأكثر تكلفة وبالتالى فإننا نحذف بالكامل مسألة معرفة ما إذا كان مربحا الحصول على المزيد من الأموال .

أن المعادلة (١/١) يمكن أيضا أن تكتب كالآتى :

$$B = (1 - t) R - (1 - t) C$$

حيث يكون التعبير $(1 - t)\,C$ يمثل العبء الصافى للضريبة ، بمعنى أن الوزن الحقيقى لهذا العبء أخذا فى الإعتبار التوفير فى الضريبة التى يؤدى إليه . وفي الحالة الخاصة للمصروفات المالية ، فإننا سوف نتكلم عن

الفوائد الصافية للضريبة .

وهي تعتمد بالكامل على قيمة القرض (E) ، وعلى معدل الفائدة (i) وعلى معدل الضريبة (t) فإننا تحصل على :

$$I = i E$$

$$(1 - t) = (1 - t) i E$$

إن التعبير $i(1-t)$ يمثل معدل الفوائد الصافي بعد الضريبة ، وبتطبيقه علي قيمة القرض ، فإنه يسمح بحساب الفوائد الصافية بعد الضريبة . إن النتيجة الطبيعية لذلك تعتبر هامة : فعندما نقارن طريقتين من طرق التمويل على أساس الفوائد الصافية بعد الضريبة المرتبطة بهما ، فإنه من الضروري إستخدام معدل فوائد صافي بعد الضريبة بالنسبة لحسابات القيمة الحالية الضرورية عن إجراء المقارنات . ولكي نوضح هذه المشكلة ، لنأخذ قرضا بمعدل ٧,٥٪ وهو ما كان موجودا ضمنا في عقد التمويل التأجيري والذى قمنا على أساسه بإنشاء جدول السداد (أنظر الجدول ٣/١) .

وبإجراء الحسابات على أساس ٧,٥٪ فإن القيمة الحالية للخدمة السنوية للدين تصل بالتعريف إلي ٢٠٠٠٠٠ جنيه . وفي الحقيقة ، يكون لدينا :

٤٩٤٠٠ × أ ⌉٥ . = ٢٠٠٠٠٠ جنيه

أما إذا أردنا أن نأخذ في الإعتبار العامل الضريبى ، فإنه يجب من جهة الأخذ في الإعتبار تدفق الفوائد الصافية بعد الضريبة ومن جهة أخري استخدام معدل صافي بعد الضريبة عند إجراء حساب القيمة الحالية . وفى

مثالنا هذا فإن معدل الفائدة [illegible] بعد الضريبة يعتبر مساويا .

$$i(1-t) = 7.5\% \times (1-0{,}4)$$

$$i(1-t) = 4{,}5\ \% .$$

إن هذا يعني أن . أخذنا في الإعتبار التأثير الضريبي ، فإن هذا القرض بـ ٧,٥٪ يكلف في الحقيقة ٤,٥٪ . وعلي هذا الأساس ، فإنه يمكن إنشاء جدول جديد للسداد (جدول ٤/١)

جدول رقم ٤/١
جدول السداد

(بآلاف الجنيهات)

نهاية السنة (١)	رصيد الدين (٢)* - (٣) (٢)	السداد (٣)	الفوائد الصافية بعد الضريبة ٤,٥٪ × (٢) (٤)	خدمة الدين بعد الضريبة (٣) + (٤) (٥)	القيمة الحالية على أساس ٤,٥٪ (٦)
صفر	٢٠٠,٠	---	---	---	---
١	١٦٥,٦	٣٤,٤	٩,٠	٤٣,٤	٤١,٥
١	١٢٨,٦	٣٧,٠	٧,٤	٤٤,٤	٤٠,٧
٣	٨٨,٨	٣٩,٨	٥,٨	٤٥,٦	٤٠,٠
٤	٤٦,٠	٤٢,٨	٤,٠	٤٦,٨	٣٩,٢
٥	صفر	٤٦,٠	٢,١	٤٨,١	٣٨,٦
المجموع	---	٢٠٠,٠	٢٨,٣	٢٢٨,٣	٢٠٠,٠

* من السطر السابق .

أن النتيجة الطبيعية التي يمكن إستخلاصها بوضوح من الجدول ٤/١ : لإعطاء أسباب صحيحة علي التدفقات الصافية بعد الضرائب .

فإنه من المحتم أن نستخدم معدلا للقيمة الحالية صافيا بعد الضرائب . فإذا لم يتم إستيفاء هذا الشرط ، فإنه يكون من الصعب على وجه الإطلاق أن نجد القيمة المبدئية الفعلية للقرض ، إن عدم الإستطاعة هذه تعتبر دليلا واضحا للطيش والتخبط الذي يمكن إرتكابه إذا إستخدمنا التدفقات مع معدل ذو طبيعة مختلفة ومتباينة .

إن أقساط الإيجار التي تنتج عن عقد التمويل التأجيرى تعتبر بوجه عام قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة ونتيجة لذلك فإنها تعتبر منشأ للكسب الضريبي . إن الميزة الضريبية للتأجير التمويلي لا يمكن قياسها مطلقا بواسطة قيمة هذا الكسب الضريبى . وفى الحقيقة ، فإن التعبير الآخر للبديل بتضمن الإقتراض وشراء السلع والمعدات الرأسمالية . إن هذا الحل يؤدي كذلك إلى مصروفات قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة - إن الإستهلاك الصناعى للمعدات والفوائد - تعتبر هي الأخري ذات منشأ وسبب للكسب الضريبى . إن التمويل التأجيري لا يستطيع إذن أن يقدم ميزة حقيقية إلا إذا كان يؤدي إلي كسب ضريبى ويكون أعلي من ذلك الاخر الذى يرتبط بشراء المعدات والسلع الرأسمالية .

إن هذا الشرط الأخير يعتبر ضروريا ، ولكنه ليس كافيا ، لكي يؤكد وجو ميزة حقيقية مرتبطة بالتمويل التأجيري . لقد رأينا في الواقع أن حجم الكسب الضريبي يعتمد مباشرة علي أهمية المصروف الذى يتطلبه . وفى حالة التمويل التأجيرى ، فإن هذا الكسب الضريبى الناتج عن قسط الإيجار والإيجار الذي يتكون من علاوة المؤجر ، وفوائد سداد الدين بالمعدل الممكن للإقتراض . ولنأخذ بالتتابع هذه العوامل الثلاثة فى إطار المقارنة

للمكاسب الضريبية .

* علاوة المؤجر ، مثل كل عوامل قسط الإيجار ، تعتبر بالطبع قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة . ومع ذلك ، فإنه لا يمكن إعتبارها بجدية على أنها هي منشأ حقيقى للميزة الضريبية طالما أن الكسب الضريبي الذى أدت إليه ليس له أهمية العلاوة المرتفعة وبالرغم من أن قيمة العلاوة الصافية بعد الضريبة يجب أن تكون متضمنة فى تكلفة التمويل التأجيرى ، ولا يتبقى بعد ذلك غير الكسب الضريبى المرتبط بها والذى لا يمكن إعتباره بأى حال كجزء من المزايا الضريبية البحتة التي يتم الحصول عليها بواسطة التمويل التأجيري .

* إن الفوائد تعتبر كذلك قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة وأخذا في الإعتبار أنها بالتعريف تعتبر متماثلة في حلين إثنين يتم مواجهتهما - وبعبارة أخري التأجير أو الشراء - ، إنهما لن يخلقا مزايا ضريبية لصالح أى من الحلين إننا نستطيع إذن أن نحذفهما من المقارنة . وإذا كان حجم التمويل الموضوع تحت التصرف بواسطة أى من الحلين متساويان ، فإنه ينتج عن ذلك كسب ضريبي أعلى بالنسبة لذلك الذي يعطي أموالا أكثر إلى المشروع . وفي هذه الحالة من جديد ، فإن هذا لا يعنى إلا ميزة ضريبية وهمية طالما أنها مرتبطة بمزيد من المصروفات .

* إن الدفعات المسددة المتضمنة فى قسط الإيجار تعتبر كذلك قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة . إن قيمتها تعتبر بالتعريف متطابقة تماما لسعر شراء السلع والمعدات الرأسمالية . فإذا قام المشروع بشراء هذه السلع فإن الدفعات المسددة تعتبر هى نفسها ، ولكن لا تعتبر

قابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة ، وعلى العكس فإن المشروع يستطيع أن يخفض وعاء الضريبى عند عمل إستهلاكات صناعية والتى تكون قيمتها بالتعريف مساوية لسعر شراء الأصول والمعدات الرأسمالية . إنه عند هذا المستوى فإن الميزة الضريبية البحتة يمكن أن تظهر لصالح أى من الحلين . إن الميزة الضريبية البحتة تعتبر تلك التى لا تكون مرتبطة بتكاليف إضافية ، إنه لا يمكن إذن أن نستنتج غير إختلافات في المعالجة الضريبية المطبقة بالنسبة للعناصر المختلفة للتكلفة إن هذا هو ما يمكن ملاحظته في مقارنتنا بين التأجير التمويلى والشراء .

ومما تقدم ، فإننا نستنتج أن الميزة الضريبية البحتة التي يمكن أن يؤدى إليها التمويل التأجيري يمكن فصلها بواسطة مقارنة بسيطة للمكاسب الضريبية التي تصحب الدفعات المسددة - والتى يمكن خصمها من الربح الخاضع للضريبة فى حالة التأجير - ومن جهة أخرى الإستهلاكات الصناعية - القابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة فى حالة الشراء .

وفي مثالنا ، فقد إفترضنا أن الإستهلاك يعتبر خطيا ومحسوبا على أسا ٥ سنوات . إن الإستهلاك السنوى يصل إذن إلي ٤٠٠٠٠ جنيه وأن الكسب الضريبى الذى ينتج عن ذلك يصل إلى ١٦٠٠٠ جنيه . إن الميزة الضريبية البحتة يمكن أن نستخلصها من الجدول التالى :

جدول رقم ٥/١

الميزة الضريبية البحتة من التمويل التأجيرى

(بآلاف الجنيهات)

نهاية السنة (١)	الدفعات المسددة (٢)*	الكسب الضريبى المرتبط بالدفعة (٣)=(٢)×٤٠.	الكسب الضريبى المرتبط بالإستهلاك (٤)	الميزة الضريبية البحتة (٥)=(٣)-(٤)	القيمة الحالية للميزة الضريبية البحتة على أساس ٤٠.٥٪ (٦)
١	(٣٤.٤)	١٣.٨	١٦	(٢.٢)	(٢.١١)
٢	(٣٧.٠)	١٤.٨	١٦	(١.٢)	(١.١٠)
٣	(٣٩.٨)	١٥.٩	١٦	(٠.١)	(٠.٠٩)
٤	(٤٢.٨)	١٧.١	١٦	١.١	٠.٩٥
٥	(٤٦.٠)	١٨.٤	١٦	٢.٤	٠.٩٥
المجموع	(٢٠٠.٠)	٨٠.٠	٨٠.٠	صفر	(٠.٤٠)

* عمود (٤) من الجدول ١/٣ .
الأرقام بين الأقواس تعتبر سالبة .

إننا نلاحظ ، بالإضافة إلى أننا ذكرنا المبالغ الخاصة بالمكاسب الضريبية علي التوالي والمرتبطة بكل من الحلين الإثنين والتي تعتبر متماثلة، ولنذكر أن هذا يرجع إلى التساوى بين مبالغ الدفعات المسددة ، ومبالغ الإستهلاكات وسعر شراء السلعة ، ولكي يتم قياس الميزة الضريبية البحتة لأحد الحلول بالمقارنة بالحل الآخر ، فإنه يجب إيجاد القيمة الحالية للإنحرافات " الإختلافات " السنوية بين المكاسب الضريبية ، إن النتائج تظهر في العمود الأخير للجدول ٥/١ . وفي مثالنا ، فإننا نلاحظ قبل كل شيء أن التمويل التأجيرى ، أبعد من أن يزود بمزايا ضريبية بحتة . بل إنه

على العكس يؤدي إلى مساوئ ، وبعد ذلك ، فإنه يجب أن نؤكد على أن التأثير الضريبي البحت يظل في جميع الأحوال سببا ضعيفا جدا بالنسبة للتكاليف الكلية للعملية . إننا نرى أذن أن التأثير الضريبي البحت للتمويل التأجيري لا يعتبر هاما أو مواتيا بالرغم من أنه قد يعتبر أحد المؤثرات الإعلانية التى تميل إلى إحداث الظن بأنه يفعل ذلك .

د - منهج مبسط للتحليل :

أن الخطوات التي تم إتباعها حتى الآن كان الهدف منها التعريف بدقة بطبيعة الخصائص المتعلقة بالإلتزام بالتمويل التأجيرى والبرهنة بوضوح للمكونات المختلفة لقسط الإيجار . إنه يمكن التخفيف بشكل كبير من هذه الخطوات لكى نحصل على منهج للحساب البسيط جدا والذى يسمح بالتقويم السريع ، ولكن بنفس الدقة ، وكذلك التكاليف الإضافية بعد الضريبة والتى يظهرها التمويل التأجيري .

إن هذه التكاليف الإضافية تتكون فقط من علاوة المؤجر صافية الضريبة ، والخصم المعمول للميزة الضريبية البحتة والتى يمكن أن يظهرها التمويل التأجيري ، وإذا ما قمنا بجعل :

- القيمة الحالية $VA =$
- علاوة المؤجر التي يجب دفعها في نهاية السنة j $Pj =$
- دفعة سداد الدين المتضمنة فى التمويل التأجيرى في نهاية السنة j

$Rj =$

- الإستهلاك الصناعي للسلعة الرأسمالية في نهاية السنة j $Aj =$

- التكاليف الإضافية صافية الضرائب للتمويل التأجيري $= \Delta$
- معدل الضريبة $= t$

وبحساب القيمة الحالية علي أساس معدل الإقتراض الممكن بعد الضريبة ، فإنه يمكن أن نضع المعادلة التالية :

معادلة رقم (١/٢)

$$\Delta = \underbrace{\sum VA [Pj (1-t)]}_{\text{علاوة المؤجر خالصة الضرائب}} - \underbrace{\sum VA [tRj - tAj]}_{\text{الميزة الضريبية البحتة للتمويل التأجيري (جدول ١/٥)}}$$

إن علاوة المؤجر قبل الضريبة تعتبر مساوية لـ ٥٤٠٠ جنيه في السنة كما أنها تساوي ٣٢٤٠ جنيها بعد الضريبة وبالحساب علي أساس معدل الفائدة الصافي بعد الضريبة ، فإن قيمتها الحالية تصل إلي ١٤٢٠٠ جنيه. إن التكاليف الإضافية الصافية بعد الضريبة والتى أدي إليها التمويل التأجيري تصل إلى :

$\Delta =$ ١٤٢٠٠ – [٤٠٠ –] = ١٤٦٠٠ جنيه

إننا نعرف معدل الإقتراض الممكن الصافى بعد الضريبة ، وبالتالى فإن القيمة الحالية لخدمة الدين بعد الضريبة تعتبر بالتعريف ، مساوية للقيمة المبندية للقرض (أنظر جدول ١/٤) . وطالما أن التمويل الذي تم الحصول عليه بواسطة المشروع يغطي بالكامل سعر شراء السلعة الرأسمالية – وهذا هو الحال فى التمويل التأجيرى – فإنه يمكن بالطبع إحلال القيمة الحالية لخدمة هذا الدين بعد الضرائب بواسطة سعر شراء السلعة الرأسمالية

ولنفترض مقدما أن :

- فوائد الدين المتضمنة فى التمويل التأجيري فى نهاية السنة j = Ij

- سعر شراء السلعة الرأسمالية = PA

إننا نستطيع أن نضع بالتعريف أنه على أساس معدل القرض الممكن الصافي بعد الضريبة :

$$\sum VA\,[\,Rj + Ij\,(\,1 - t\,)\,] - PA = \text{صفر}$$

وبأخذ المعادلة (١/٢) ، يمكن أن نضيف إليها بدون أية تعبيرات أخرى سابقة . نحصل على :

$$\Delta = \sum VA\,[\,Pj\,(\,1 - t\,)\,] - \sum VA\,[\,tRj\,] + \sum VA\,[\,tAj\,]$$

$$+ \sum VA\,[\,Rj + Ij\,(\,1 - t)\,] - PA$$

$$= \sum VA\,[\,\underbrace{Pj\,(1-t) + Rj\,(1-t) + Ij\,(1-t)}_{\text{قسط الإيجار الصافي بعد الضرائب}}\,] - PA$$

$$+ \sum VA\,[\,tAj\,]$$

(معادلة ١/٣)

$$\Delta = \sum VA\,[\,Lj\,(1-t)\,] - PA + \sum VA\,[\,tAj\,]$$

حيث L تعبر عن أقساط الإيجار السنوية .

إن هذه الصيغة الرياضية تستحق السماح بحساب سريع جدا للتكاليف الإضافية الصافية بعد الضريبة التي يمكن أن يؤدى إليها التمويل التأجيري طالما أنه لا يتضمن إلا المعطيات المعروفة بدقة وتأكد فى وقت

تقديم العقد . إن أقساط الإيجار تعتبر في الواقع شرطا أساسيا للعقد ، إن سعر شراء الساعة الرأسمالية يعتبر معروفا بوجه عام ، وكذلك الإستهلاك الصناعي الذي يمكن إحسابه إذا ما تم شراء المعدات الرأسمالية موضع الإعتبار ولنتذكر إن قسط الإيجار السنوي يصل إلي ٥٤٨٠٠ جنيه، وأن الإستهلاك الصناعي يصل إلي ٤٠٠٠٠ جنيه سنويا ، فإننا نحصل في مثالنا هذا علي :

$$\Delta = ٥٤٨٠٠ \times ٠.٦ \times أ_{\overline{٥}|} - ٢٠٠٠٠٠ + ٤٠٠٠٠ \times ٠.٤ \times أ_{\overline{٥}|}$$

$$= ١٤٤٣٠٠ - ٢٠٠٠٠٠ + ٧٠٣٠٠ = ١٤٦٠٠ \text{ جنيه}$$

وهذا على أساس سعر فائدة القيمة الحالية وهو مساوي لمعدل القرض الصافي بعد الضرائب ، وهو ٥.٤٪ . إن هذه النتيجة تتعلق بالطبع بما كنا قد حصلنا عليه سابقا .

إن هذا المنهج للحساب المبسط يعتبر سريع جدا في إستخدامه ، ولنلاحظ مع ذلك أنه يمثل صعوبة في عدم السماح بحساب المزايا والمساوئ الضريبية البحتة للتمويل التأجيري . إن هذا العيب يعتبر مع ذلك صغيرا لأنه في معظم الحالات ، نجد أن أهمية هذا العامل يعتبر مهملا تماما .

ثالثا - تعميق التحليل وإنتقادات :

إن الطريقة التي قمنا بتقديمها تختلف عن المناهج المستخدمة حاليا لتحديد فرص عقد التمويل التأجيرى . إن هذه المناهج الأخيرة تستند إلى خصائص التمويل التأجيرى والتى تبدو كأنها ذات مزايا كبيرة بالنسبة لوجهة النظر المحددة من ناحية التكاليف ، ومن ناحية أخرى لها مزايا نوعية مختلفة والتى تعطى جاذبية أكثر لهذه العملية . إننا سوف نقوم إذن بعرض وإنتقاد هذه الطرق الحالية ، ثم نقوم بعد ذلك بعرض أساس هذه الإنتقادات ثم نقوم بالحكم مع تعديل المنهج الذي إقترحناه . كما أننا سوف نناقش بعد ذلك المزايا النوعية المختلفة المرتبطة بشكل عام بالتمويل التأجيري لكي نحكم ونتعرف على الحقيقة .

أ - الطرق الحالية للتحيل :

إن الطرق التقليدية المستخدمة لها كل الخصائص لمقارنة أسلوب التمويل التأجيري مع أى أسلوب آخر من الأساليب التقليدية للتمويل ، طبقا للأعراف والإستخدامات التطبيقية ، إنها تقارن عملية التأجير التمويلى مع عمليات التمويل غير المتجانسة أو المتغايرة الخواص المكونة من حقوق الملكية وأموال الغير المقترضة . وفي هذه المناهج التقليدية ، فإن المقارنة والمطابقة تقوم على أساس التدفقات النقدية الخارجة خالصة الضرائب والتى قد تؤدى إليها طرق التمويل محل البحث . ولكى نبسط ونوضح العرض ، فإننا سوف نستكمل مثالنا مع إفتراض أن المشروع يدرس بالتساوى نوعين آخرين من أساليب التمويل :

- أولا قرض بـ ١٥٠٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة ٧,٥٪ مع تمويل ذاتي (حقوق أصحاب المشروع) يبلغ ٥٠٠٠٠ جنيه (أي ٧٥٪ بواسطة تمويل خارجي) .

- وثانيا قرض بـ ٥٠٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة ٧,٥٪ مع تمويل ذاتي من جانب أصحاب المشروع قدره ١٥٠٠٠٠ جنيه (أي ٢٥٪ فقط عن طريق الأموال المقترضة) .

وفي الحالتين ، فإن القرض يجب سداده على ٥ دفعات سنوية متساوية .

إن التدفقات النقدية الخارجة صافية الضرائب الناشئة من التمويل التأجيري تتكون فقط بواسطة أقساط الإيجار السنوية صافية الضرائب .

وبشكل جبري ، فإن تكلفة التمويل التأجيري صافية الضرائب ، معبرا عنها بالجنيهات والتي نرمز لها بالرمز CL تعتبر مساوية لـ :

(معادلة ٤/٦)

$$CL = \sum VA [Lj (1 - t)]$$

إن التمويل التقليدي يؤدي إلى تدفقات نقدية صافية بعد الضريبة تتكون من :

- قيمة غير مغطاة بالقرض ، بمعنى وضع أموال أصحاب المشروع المبدئية (S) ،

- دفعات سنوية مسددة من القرض (Rj) ،

- فوائد سنوية صافية الضرائب [(I - t) Ij] ،

- مكاسب ضريبية سنوية نتيجة لحساب الإستهلاك الصناعى (t A j).

وجبريا ، فإن التكلفة صافية الضريبة لأحد الحلول التقليدية للتمويل، والتى نرمز لها الرمز C T تعتبر مساوية لـ :

(معادلة رقم ١/٥)

$$CT = S + \sum VA \, [Rj + Ij \, (I - t)] - \sum VA \, (tAj)$$

وفي مثالنا هذا ، فإن التدفقات النقدية السنوية الخارجة صافية الضرائب الناتجة عن التمويل التأجيري تعتبر ثابتة ومساوية لـ :

٣٢٨٨٠ = ٠,٦٠ × ٥٤٨٠٠

إن التدفقات النقدية الخارجة المرتبطة بالبديلين المتعلقين بالتمويل التقليدى تظهر في الجدولين الموجودين فى الصفحات التالية .

جدول رقم ١/٦

التدفقات النقدية الخارجة للبديل "٧٥٪ تمويل خارجي"

(القيمة بآلاف الجنيهات)

نهاية السنة (١)	حقوق الملكية (٢)	رصيد القرض (٣)	سداد الدفعات (٤)	الفوائد صافية الضرائب ٤.٥٪ × (٣)* (٥)	الإستهلاك الصناعي (٦)	الكسب الضريبي ٠.٤ × (٦) (٧)	صافي التدفقات النقدية الخارجة (٢)+(٤)+(٥)−(٧) (٨)
صفر	(٥٠.٠)	١٥٠	--	--	--	--	(٥٠.٠)
١	--	١٢٠	(٣٠)	(٦.٨)	٤٠	١٦	(٢٠.٨)
٢	--	٩٠	(٣٠)	(٥.٤)	٤٠	١٦	(١٩.٤)
٣	--	٦٠	(٣٠)	(٤.٠)	٤٠	١٦	(١٨.٠)
٤	--	٣٠	(٣٠)	(٢.٧)	٤٠	١٦	(١٦.٧)
٥	--	--	(٣٠)	(١.٤)	٤٠	١٦	(١٥.٤)
المجموع	(٥٠.٠)	--	(١٥٠)	(٢٠.٣)	٢٠٠	٨٠	(١٤٠.٣)

* من السطر السابق مباشرة .

الأرقام بين الأقواس تعتبر تدفقات نقدية خارجة .

جدول رقم ١/٧

التدفقات النقدية الخارجة للبديل " ٢٥٪ تمويل خارجي "

(القيمة بآلاف الجنيهات)

نهاية السنة (١)	حقوق الملكية (٢)	رصيد القرض (٣)	سداد الدفعات (٤)	الفوائد صافية الضرائب ٤,٥٪ × (٣)* (٥)	الإستهلاك الصناعي (٦)	الكسب الضريبي ٠.٤ × (٦) (٧)	صافي التدفقات النقدية الخارجة (٢)+(٤)+(٥)-(٧) (٨)
صفر	(١٥٠,٠)	٥٠	—	—	—	—	(١٥٠,٠)
١	—	٤٠	(١٠)	(٢.٢)	٤٠	١٦	٣.٨
٢	—	٣٠	(١٠)	(١,٨)	٤٠	١٦	٤,٢
٣	—	٢٠	(١٠)	(١,٤)	٤٠	١٦	٤.٦
٤	—	١٠	(١٠)	(٠,٩)	٤٠	١٦	٥.١
٥	—	صفر	(١٠)	(٠.٥)	٤٠	١٦	٥.٥
المجموع	(١٥٠,٠)	—	(٥٠)	(٦.٨)	٢٠٠	٨٠	(١٢٦.٨)

* من السطر السابق مباشرة .
الأرقام بين الأقواس تعتبر تدفقات نقدية خارجة .

وعند القيام بحساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بكل بديل مقترح ، فإننا نحصل لكل على القيمة الحالية للتكاليف خالصة الضرائب . ويمكن تلخيص النتائج في الجدول التالى :

جدول رقم ١/٨

مقارنة التكاليف

(القيمة بآلاف الجنيهات)

نهاية السنة	التدفقات النقدية الخارجة		
	التمويل التأجيرى	على أساس ٧٥٪ تمويل خارجى	على أساس ٢٥٪ تمويل خارجى
صفر	---	(٥٠.٠)	(١٥٠.٠)
١	(٣٢.٨٨)	(٢٠.٧٥)	٣.٧٥
٢	(٣٢.٨٨)	(١٩.٤٠)	٤.٢٠
٣	(٣٢.٨٨)	(١٨.٠٥)	٤.٦٥
٤	(٣٢.٨٨)	(١٦.٧٠)	٥.١٠
٥	(٣٢.٨٨)	(١٥.٣٥)	٥.٥٥
التكاليف بدون قيمة حالية	(١٦٤.٤)	(١٤٠.٣)	(١٢٦.٨)
قيمة حالية على أساس ٤.٥٪	(١٤٤.٣)	(١٢٩.٧)	(١٢٩.٧)
قيمة حالية على أساس ١٠٪	(١٢٤.٦)	(١١٩.٤)	(١٣٢.٧)
قيمة حالية على أساس ١٨٪	(١٠٢.٨)	(١٠٧.٨)	(١٣٥.٩)

إن مستخدمي الطرق الحالية للتحليل يفترضون ، ظاهريا وضمنيا ، أن الإفتراضين التاليين قد تم إختيارهما :

- فمن جهة ، نجد أن تأجير المعدات الرأسمالية سوف يسمح للمشروع بتحقيق وفورات أولية من ناحية أموال حقوق الملكية الضرورية

لتمويل الشراء .

– ومن جهة أخري فإن هذا الوفر سوف يتم إستثماره فى الحال بمعدل الربحية الأدنى المطلوب بواسطة المشروع بالنسبة للاستثمارات الجديدة (إن هذا المعدل ، والذي يعتبر تكلفة فرصة بديلة بحتة ، يسمى غالبا متوسط تكلفة رأس المال) .

وينتج عن ذلك أن ، في جميع الطرق الحالية ، أنه يجب إستخدام هذه التكلفة المتوسطة لرأس المال بدلا من معدل الإقتراض الممكن الصافي بعد الضريبة وذلك لكى تقوم بعمل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخاصة بكل بديل من البدائل المقترحة . وفى الحقيقة ، فإذا ما تم إختيار هذين الفرضين ، فإن ميزة المقدرة على طرحهما بخروج النقدية عبر الزمن يمكن قياسها عن طريق الربحية التى يمكن الحصول عليها من الأموال المتوفرة بهذه الطريقة .

وإذا ما إفترضنا أن التكلفة المتوسطة لرأس المال صافية الضريبة تصل إلى ١٨٪ ، فإننا نلاحظ أن تكلفة التمويل التأجيري – محسوبة تبعا لهذه الطرق الحالية – تعتبر أقل قليلا من تلك المحسوبة بالطريقتين اللتين تم دراستهما . وعلي العكس ، فإذا ما كانت التكلفة المتوسطة لرأس المال صافية الضريبة قد تم تقديرها على أساس ١٠٪ – أو بعبارة أخرى إذا إستطاع المشروع فعلا إعادة استثمار هذه الأموال بمعدل ١٠٪ صافى الضرائب – فإن التمويل من طريق اقتراض ١٥٠٠٠ جنيه يبدو وكأنه أفضل من التأجير التمويلي . وأكثر من ذلك ، فقد لاحظنا ، أن

التأجير التمويلي يعتبر أقل فائدة من كل البدائل الأخرى للتمويل بالاقتراض على أساس ٤,٠٪ صافية الضريبة إذا ما تم إستخدامه كمعدل للقيمة الحالية (معدل الإقتراض الممكن صافي الضريبة) .

ب - الإنتقادات الموجهة للطرق الحالية للتحليل :

وقد رأينا أن الطرق الحالية لتحليل التمويل التأجيري تقوم على أساس فرضين أساسيين ، الأول يستند إلى تحقيق الوفر الأولى فى حالة التمويل التأجيري ، والآخر يتعلق بمعدل الربحية المتوسطة التي يمكن للمشروع أن يحصل عليها بالنسبة لإستثماراته الجديدة . إن هذين الإفتراضين يعتبران محل إنتقاد إلي حد كبير كما سوف نشير إليه عند تحليلهما تباعا .

وفى حالة شراء المعدات الرأسمالية ، فإن المشروع لا يستطيع الحصول على الأموال إلا بصعوبة بالغة عن طريق الحصول على قرض يغطى مجموع قيمة الشراء كما يجب عليه أن يؤمن نفسه للتمويل الإضافى " أما إذا قام المشروع بتأجير السلع الرأسمالية ، فإنه يعتبر إذن أنه تجنب تكملة الأموال اللازمة لحقوق الملكية . إن الطرق الحالية تفترض أن المشروع سيقوم بإستخدام أمواله من حقوق الملكية بشكل عملى مربح وليس من أجل تمويل السلع الرأسمالية المؤجرة .

إن هذين الإفتراضين لا يعتبران قد تم إختيارهما إلا نادرا جدا في الواقع . فمن جهة ، فإذا ما قام المشروع باللجوء إلى المساهمين لكي يضمن تمويل السلع الرأسمالية في حالة الشراء فإنه سوف يكون مثيرا

للدهشة في حالة التأجير ، أن يضع بعد كل حساب أن يساهم فى استثمارات أكثر . ومن جهة أخرى ، فإذا كان المشروع يملك فعلا القيمة الضرورية للتمويل الإضافي ، ولكنه يؤجر السلع الرأسمالية بدلا من شراءها ، فإنه لا يؤكد أنه ينفذ بشكل منظم هذه القيم ضمن إستخداماته المربحة . بعبارة أخرى ، فإن هذا التوفير المبدئى يمكن أن يؤدي إلى تقاطع بين الإستثمارات المنتجة - الحالة التي فيها يكون إستخدام التكلفة المتوسطة لرأس المال لها ما يبررها - ولكن ببساطة يعاد تخصيصها فى النقدية ، وفي الحالة الأخيرة ، فإنه يجب إستخدام معدل الإقتراض الممكن صافى الضريبة بالنسبة لعمل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بكل بديل ، لأنها تشكل تكلفة فرصة بديلة حقيقية .

وهناك بالطبع مواقف تكون فيها الإفتراضات الخاصة بالطرق الحالية أكثر أو أقل إختيارا . وبمعنى آخر ، فإن توقيع عقد التمويل التأجيرى يمكن أن يسمح للمشروع بتخصيص الأموال المتاحة فى استخدامات أخرى مربحة . ويتبقي بعد ذلك أن إستخدام التكلفة المتوسطة لرأس المال صافي الضريبة يظل محل إنتقاد شديد بالنسبة لتحديد الميزة - أو المساوئ - للتكلفة الخاصة بالتمويل التأجيرى . ولنأخذ في هذا الشأن ما هو موجود بجدول ١/٨ ، فإننا يمكن أن نلاحظ فيه أنه عند معدل ١٠٪ فإن البديلين الخاصين بالإقتراض يقودان إلى تكاليف ذات قيم حالية مختلفة إن هذا يؤدى بنا إلى إستنتاج أن قرض بـ ١٥٠٠٠٠ جنيه بسعر ٧.٥٪ - البديل الخاص " ٧٥٪ بواسطة أموال الغير " - يعتبر أقل غلوا من قرض يبلغ ٥٠٠٠٠ جنيه بسعر ٧.٥٪ - البديل الخاص بـ " ٢٥٪ بواسطة أموال

الغير " - ، فإذا أردنا مقارنة تكلفة طرق التمويل ، فإن هذا يعتبر نتيجة غير معقولة بداهة . إنه من المؤكد بداهة أن القرض الخاص بـ ١٥٠٠٠٠ جنيه سوف يؤدي إلى مصروفات مالية أكثر ضخامة من القرض ذو الـ ٥٠٠٠٠ جنيه : ١١٢٥٠ جنيه مقابل ٣٧٥٠ جنيه بالنسبة للسنة الأولى .
إن عمل القيمة الحالية على أسا معدل ١٠٪ بالنسبة للتدفقات النقدية الخارجة صافية الضرائب المرتبطة بكل قرض على هذه تظهر على العكس ميزة في التكاليف لصالح القرض الأكبر حجما . إن هذه النتيجة ، تعتبر غريبة من أول وهلة وهي تنتج من أن عمل القيمة الحالية على أساس معدل ١٠٪ ، يفترض ضمنا أن فائض الأموال التي أدى إليها القرض ذو الحجم ١٥٠٠٠٠ جنيه يعتبر كما لو أنه قد استثمر بطريقة منتظمة بمعدل ١٠٪ . وأخذا في الإعتبار أن هذا القرض يكلف ٧.٥٪ سنويا - أي ٤.٥٪ صافي الضريبة - فإنه من المحتم أن يبدو وكأنه الأكثر منفعة طالما أنه يبدو بأنه يسمح باستثمار قيم أكثر أهمية .

وحتي لو أن المشروع يعتبر أن له الحق في أن هذه الإفتراضات تعتبر حقيقية - وبمعني آخر حتى إذا كان يستطيع إعادة استثمار للوفورات الأولية التي يقوم التمويل التأجيري بإظهارها ، وأن هذا يتم على أساس متوسط تكلفة رأس المال صافية الضرائب فإننا نعتبر أنه من الخطأ إدخال هذه العوامل الجديدة في التحليل المقارن للتكاليف . إنه في الحقيقة من الخطأ أن نخلط عملية تمويل - والتمويل التأجيري ليس إلا عملية تمويل - مع عملية تخصيص متوقعة للأموال التي سوف نحصل عليها بهذه الطريقة لهذا التمويل . وعند القيام بعمل القيمة الحالية على أساس معدل أعلى

من معدل القرض الممكن صافي الضريبة . وهنا هو الذى عملناه رغم ذلك ، لأننا نوازن ونعمل مقاصة بين خفض تكلفة التمويل الأكثر حجما - وهذا هو الحال في التمويل التأجيري - بواسطة الأرباح المرتبطة بالإستثمارات الإضافية الممكنة .

إنه من المهم إذن أن نحدد بشكل دقيق تحليل تكاليف طرق التمويل بالنسبة للعوامل التى تثير مشاكل والتى توصى فى الحقيقة باعتبارات مختلفة تماما : إن هذا يعنى في الواقع تحديد ما إذا كان من المفيد أن يقوم المشروع بزيادة حجم استثماراته . ونلاحظ أن مشكلة حجم الأموال لا تأخذ فى إعتبارها فقط القيمة المبدئية الموضوعة تحت تصرف المشروع . ولنأخذ على سبيل المثال نوعين من القروض أ ، ب بـ ٥٠٠ جنيه على أساس معدل فائدة ٨٪ . أن القرض أ يعتبر قابلا للسداد خلال ٥ دفعات سنوية متساوية قدرها ١٠٠ جنيه لكل ، في حين أن القرض ب يعتبر قابلا للسداد على أساس دفعة واحدة قدرها ٥٠٠ جنيه في نهاية السنة الخامسة أنه من البديهى أن القرض " ب " يترك الـ ٥٠٠ جنيه سنويا تحت تصرف المشروع فى حين أن القرض " أ " لا يترك سوى متوسط قدره ٢٠٠ ؟ سنويا .

وفي الختام فإنه من المهم الإصرار على حقيقة أنه لكى نقارن بدقة التكاليف المختلفة للمزيج التمويلى فإنه لا يجب إدخال أية عوامل في التحليل غير العوامل المرتبطة تماما بالتكلفة ، إن الطريقة التى إقترحناها لتحليل تكلفة التمويل التأجيري تستجيب تماما لهذا الغرض وفي الحقيقة فإن القيام بعمل القيمة الحالية على أساس معدل سعر الفائدة الممكن الإقتراض صافى الضريبة يسمح بتحقيق هدفين إثنين في نفس الوقت هما :

- الأول ، أنه يتم حذف تأثير حجم الأموال الموضوعة تحت التصرف تماما من حساب التكاليف . ومن البديهى فعندما نأخذ المعادلة (١/٥) والتى تعبر عن التكلفة (C T) للتمويل الإضافى :

$$CT = S + \sum VA [Rj + Ij(1 - t)] - \sum VA [tAj]$$

وعلى أساس معدل الإقتراض الممكن صافي الضريبة ، فإن القيمة الحقيقة لخدمة هذا الدين صافي الضريبة ، مثلما رأينا ، يعتبر مساويا للقيمة المبدئية للقرض (E) . وأخذنا في الإعتبار أن قيمة القرض بالإضافة إلى أموال حق الملكية المبدئية (S) تعتبر مساوية لسعر شراء السلع والمعدات الرأسمالية ، وينتج عن ذلك :

(معادلة رقم ١/٦)

$$CT = PA - \sum VAtAj$$

ومن هنا فإنه من البديهي أن القيمة الحالية للتكلفة لأى من بدائل التمويل تعتبر مستقلة عن قيمة الأموال المتاحة تحت تصرف المشروع بواسطة الإقتراض .

- وثانيا ، إننا نحصل فورا على الفرق الحقيقي للتكلفة الخاصة بالبدائل المختلفة للتمويل التي نبحثها . وبالرجوع إلى جدول (١/٨) ، نلاحظ فى الحقيقة أنه على أساس سعر الإقتراض الممكن ، فإن البدائل المتعلقة بـ " ٧٥٪ بواسطة أموال الغير " ، " ٢٥٪ بواسطة أموال الغير" ، يكون لها نفس القيمة الحالية للتكلفة . وأكثر من ذلك ، فإننا نلاحظ أن

الفرق بين تكلفة التمويل التأجيري - سواء كانت ١٤٤٣٠٠ جنيه - وتكلفة البديل " ٧٥٪ بواسطة أموال الغير " - أو سواء كانت ١٢٩٧٠٠ جنيه - تعتبر مساوية تماما لـ ١٤٦٠٠ جنيه والتى تمثل الفائض فى التكاليف التى أدى إليها التمويل التأجيرى كما رأينا سابقا . وجبريا ، فإن هذه الظاهرة يمكن أن يتم شرحها بسهولة . وبالرجوع إلي المعادلات (١/٤) ، (١/٦) ولنتذكر أن :

$$\Delta = CL - CT$$

فإننا تحصل على :

$$\Delta = \sum VA [L j (1 - t)] - PA + \sum VA [t A j]$$

والتى تتعلق تماما بالتكلفة الإضافية للتمويل التأجيري كما ظهرت من العلاقة (١/٣) . وبمجرد أن يعرف المشروع التكاليف الفعلية للبدائل المختلفة للتمويل فإنه يستطيع أن يختار البديل الأفضل بموجب هذا التحليل . إن هذا لا يعنى أنه سوف يختار بالضرورة الإمكانيات الأفضل بالسوق : لأن كل ذلك يعتمد بالفعل علي خصائص أخرى غير التكاليف الخاصة لكل بديل . إن التمويل التأجيرتي يعتبر بكل تأكيد أحد أشكال الإقتراض الأكثر تكلفة ، ولكن هذا لا يعني أنه يجب الإعتماد بشكل نظامى على ذلك . إن المشروع يستطيع أن يقبل تماما عقدا للتأجير التمويلى لأسباب مختلفة ومزايا متنوعة يستطيع أن يقدمها . لقد رأينا أن، فى بعض الحالات ، أن التمويل التأجيري يسمح للمشروع . أكثر . فإذا كان ذلك هو الحال . وإذا كان الإستثمار الإنتاجي ــ

السياسة العامة للمشروع ، فإن ذلك يمكن أن يكون ميزة قاطعة . ان ذلك وحده هو ما يمكن أن نجده وحده ، ولكننا فيما بعد نريد أن نذكر بسرعة بعض الخصائص التى ترتبط غالبا بالتمويل التأجيري .

جـ - عوامل أخرى للتمويل التأجيري :

من بين المزايا موضع التطبيق بشكل غالب بواسطة شركات التمويل التأجيرى تظهر حقيقته غير القابلة للنقاش بالنسبة لحجم الإستثمارات والكسب الضريبي اللتان يؤديان إليهما التمويل التأجيرى . وفيما يتعلق بمشكلة حجم الإستثمارات ، فلقد رأينا أنه يجب التفكير فيها : إنه من النادر أن يسمح التمويل التأجيرى بشكل فعلى لمشروع ما يدار إدارة جيدة أن يزيد حجم إستثماراته المنتجة . وأكثر من ذلك حتى إذا كانت هذه الإستثمارات الإضافية ممكنة ، فإنه من الخطأ أن تدخلها من جديد عند تحليل التكلفة . وفيما يتعلق بالوفورات الضريبية أو الكسب الضريبى ، فإننا قد رأينا أن ذلك يرجع بشكل أساسى إلي حقيقة أن التمويل التأجيري يعتبر أكثر غلوا من القرض المصرفى ، انه لا يجب إذن أن نعتبر مثل هذا الكسب الضريبي كما لو أنه ميزة حقيقية .

إننا نؤكد غالبا أن التمويل التأجيرى يعتبر طريقة أو وسيلة للتمويل والتى توفر النقدية . إن هذه الميزة تأتي من حقيقة إذا قام المشروع بالتأجير فإنه لن يكون فى حاجة إلى الإمداد بتمويل خاص به غير البديل التقليدى الذى يلزمه بشكل دائم تقريبا . إن الظاهرة تعتبر حقيقية بالنسبة لأى مشروع من المشروعات ، ولكنها لا تعتبر ميزة إلا بالنسبة لتلك المشروعات

التى تتعرض لمصاعب نقدية وأكثر من ذلك فإنه يجب وضع النقط على الحروف بالنسبة لأهمية هذه الميزة : إن التحسين لا يعتبر فوريا ، لأن كل شيء يحدث كما لو كان المشروع قد تعاقد على قرض قصير أو متوسط الأجل بالنسبة لتخفيف الضغط على موقفه بدلا من الإمداد بتمويل فورى ضرورى. إنه يجب أن ننبه بشدة إلى أن التمويل التأجيرى لا يشكل فى أى حالة من الحالات تقديما لنقدية جاهزة قابلة للتخفيف من الوضع الحرج للنقدية .

إن السلع والمعدات الرأسمالية المؤجرة بواسطة مشروع ما ، وما يتعلق بذلك من ديون التمويل التأجيرى ، لا تظهر فى الميزانية ، وعلى أكثر تقدير فإن الإلتزامات المتعلقة بالتمويل التأجيري يمكن أن يتم ذكرها فقط فى ملحق الميزانية . إن توقيع عقد التمويل التأجيرى لا يعدل أو يغير إذن وبشكل قاطع هيكل الميزانية وتركيبها وخصوصا هيكل الخصوم . إن هذا الحياد الواضح قد أدى إلى قيام بعض المؤلفين وبعض شركات التمويل التأجيري بأن يزعموا ويدعوا أن التمويل التأجيرى لا يضر ولا يغير من مقدرة المشروع فى الحصول على الإئتمان . إن مثل هذا التأكيد يشبه إلي حد كبير المقدرة علي الإئتمان بهيكل الخصوم . إن المقدرة الإئتمانية متضمنة فيه مقدرة المشروع على السداد المنتظم وفي المواعيد المحددة لكل التزاماته المالية بما في ذلك تلك الإلتزامات الناتجة من عقد التمويل التأجيرى . ومن البديهى إذن أن التمويل التأجيري لا يؤثر بالمقدرة الإئتمانية بنفس القدر لأى قرض من القروض . ويبدو لنا من جهة أخرى نقطة إنتقاد إلى حد كبير فى أننا لم ندخل فى المحاسبة المالية المعدات

المؤجرة وديون التمويل التأجيرى المرتبطة بها ، لأن الصورة التى تعطيها إذن تعتبر صورة مشوهة تماما . ولنذكر أخيرا أنه حتى إذا كانت الديون الخاصة بالتمويل التأجيرى تظهر فى جانب الخصوم فى الميزانية ، نجد أنه من البساطة أن ندعى قياس المقدرة الإئتمانية للمشروع عن طريق معدل يصف هيكل الميزانية .

ومما تقدم ، فإنه يمكن أن نستخلص أنه من بين المزايا المتعلقة بشكل عام بالتمويل التأجيري ، فإن بعضها يعتبر غير موجود على الإطلاق وأن بعضها الآخر لا يوجد بشكل حقيقى إلا من خلال بعض الشروط والظروف المحددة تماما . ومن وجهة نظر تطبيقية بحتة ، فإن التمويل التأجيري له ميزتان أساسيتان : الأولى أن المشروع يمول مجموع مشترياته من السلع والمعدات الرأسمالية دون البحث عما يسمى " المزيج التمويلى " ، والثانية أنه يتجنب ضياع الوقت وذلك بفضل الأشكال المبسطة التى توجد في عقود التمويل التأجيرى . والتى تعتبر متجانسة ومتلائمة . إن هاتين الميزتين قد تبدوان ركيكتين ، ولكن فى تحليل أخير يمكن إعتبارهما منشأ النجاح الذى عرفه التمويل التأجيرى . وفي الحقيقة ، فإن التمويل التأجيري قد فقد جزءا كبيرا من جاذبيته إذا ما قامت البنوك بالتمويل الكلى لشراء السلع والمعات الرأسمالية . ولنذكر في هذا الصدد أن الفرق فى الإتجاه بين البنوك ومؤجرى السلع الرأسمالية يعتبر الأكثر غرابة ، خصوصا عندما نعرف بشكل عام ، أن شركات التمويل التأجيري تعتبر تحت قيادة ورقابة البنوك.

إن التمويل التـ.ـيرى ، بالمقارنة مع طرق التمويل الأخرى بأموال الغير له عيب مؤكد يرجع إلى تكلفته العالية نسبيا . لقد رأينا أن حساب هذه التكلفة لم يكن سهلا ميسورا ، عند القيام بالتحليل الذى تم إعداده ، فقد كنا مقيدين بحالة التمويل التأجيرى كما قمنا بعملية تجريد للقيمة المتبقية من المعدات الرأسمالية . ومع هذا فإن العامل الأخير أن يمارس تأثيرا هاما على التكلفة . ولكي نوضح الظاهرة ، فإننا سوف نفترض إفتراضين مختلفين : سوف نقوم في مثالنا بأن المشروع يستطيع إعادة شراء المعدات الرأسمالية فى نهاية السنة الخامسة على أساس الأسعار ٤٠٠٠ جنيه ، و ٢٠٠٠٠ جنيه بالتتابع لكل فرد . وتحت هذين الإفتراضين ، فإن معدل الفائدة الضمني المحسوب يصل إلي ٣.٧٥٪ في حين أن المعدل الأول الضمنى ، الذي تم إنشائه على أساس أن القيمة الحالية تساوي صفر وصل إلي ١١.٥٪ فقط .

فإذا كان من السهل أن نأخذ فى الإعتبار سعر المعدات الرأسمالية في نهاية المدة (سعر الإختيار) لحساب تكلفة التأجير التمويلى ، فإنه لن يكون هو الشيء نفسه فيما يتعلق بالتأجير للإستغلال . ومع ذلك ، فإنه بالنسبة لهذا النوع الأخير من الإيجار ، فإن الإستغلال سوف يظهر كأنه أكثر جاذبية بالنسبة للشراء عما إذا كانت السلعة تقل قيمتها بشكل سريع، إن الصعوبة الأساسية التى يمكن أن نواجهها بالنسبة لحساب تكلفة التأجير للإستغلال تكمن في التقديرات الواقعية بقدر الإمكان لهذه القيمة المتبقية بالنسبة لآفاق مختلفة من الوقت . إن هذا يعنى إذن أن نبقي واعين ومدركين أن التأجير للإستغلال سوف يظهر أقل تكلفة بالنسبة للشراء عما

كان يعتبر أكثر تشاؤما فيما يتعلق بدرجة السرعة التي يتقادم فيها المعدات الرأسمالية .

وفي الختام ، فإنه يبدو لنا أساسيا ألا نأخذ التمويل التأجيري إلا إذا كان ضروريا ، بمعنى أن ننظر إليه فقط كطريقة للتمويل ، حتى لو كان المؤجر يستطيع أن يزود المشروع بخدمات أخرى . وفي هذا الخصوص ، فإن التمويل التأجيري لا يمكن إعتباره إذن كترياق لجميع الأمراض أو كحل سحرى لمشاكل التمويل ، بل على العكس ، إنه يدخل في منافسة مع جميع الأشكال الأخرى للإقتراض ، حتى إذا كنا مرغمين على أنه أكثر ملائمة من البدائل الأخرى المقدمة بواسطة البنوك لتمويل السلع والمعدات الرأسمالية .

رابعا : التأجير التمويلي في مصر :

ينظم عمليات التمويل التأجيري في مصر قانون التأجير التمويلي رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ ولائحته التنفيذية والقواعد والمعايير المحاسبية المنفذة له .

*** تعريف التأجير التمويلي :**

تنص المادة ٢ من قانون التأجير التمويلي ولائحته التنفيذية على أنه يعد تأجيرا تمويليا في تطبيق أحكام القانون ما يأتي :

(أ) كل عقد يلتزم بمقتضاه المؤجر بأن يؤجر إلى مستأجر منقولات مملوكة له وقت إبرام العقد أو تلقاها من المورد أستنادا إلى عقد من العقود

يخوله تأجيرها أو التصرف فيها بالبيع إلى المستأجر عند إنتهاء مدة الإيجار ويتم التأجير مقابل قيمة إيجارية يتفق عليها المؤجر مع المستأجر .

(ب) كل عقد يلتزم بمقتضاه المؤجر بأن يؤجر إلى المستأجر عقارات أو منشآت يقيمها المؤجر على نفقته بناء على طلب المستأجر بقصد تأجيرها إليه بالشروط والمواصفات والقيمة الإيجارية التى حددها العقد .

جـ) كل عقد يلتزم بمقتضاه المؤجر بتأجير ما إلى المستأجر تأجيرا تمويليا إذا كان هذا المال قد آلت ملكيته إلي المؤجر من المستأجر بوجب عقد يتوقف نفاذه بين الطرفين على إبرام عقد التأجير التمويلى .

وفي جميع الأحوال يجب أن يكون المال المؤجر لازما لمباشرة نشاط إنتاجى خدمي أو سلعى للمستأجر ولا يدخل فى عداد ذلك سيارات الركوب والدراجات الآلية .

وعموما يمكن القول أن القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ فى شأن التأجير التمويلي ينقسم إلى ٥ أبواب أساسية :

- الباب الأول ويتضمن أحكاما عامة خاصة بتعريف المؤجر وعقد التأجير التمويلى والمقاول والمستأجر وتعريف التأجير التمويلى والجهة الإدارية المختصة بقيد المؤجرين وحقوق المؤجر والمستأجر .

- الباب الثانى ويتضمن عقود التأجير التمويلى والتفاوض عليها والتزامات كل من المستأجر والمؤجر .

- الباب الثالث ويتضمن إنقضاء عقد التأجير التمويلى وفسخه .

- الباب الرابع ويتضمن القواعد المحاسبية والمعاملة الضريبية لعمليات التأجير التمويلي والتى يصدر بشأنها قرارات وزارية .

- الباب الخامس ويتضمن الجزاءات والغرامات والعقوبات الخاصة بعمليات التأجير التمويلي .

وبالرغم من أن هذه العمليات تتم عن طريق شركات متخصصة فى التأجير التمويلى وأيضا شركات إنتاج الأصول الرأسمالية إلا أن القانون قد أجاز أن يكون المؤجر للسلع والمعدات الرأسمالية أحد البنوك العاملة في مصر بشرط الترخيص له في ذلك بواسطة مجلس إدارة البنك المركزى بالشروط والأوضاع التي يحددها قرار الترخيص بذلك .

❖ مزايا التمويل التأجيرى :

سوف نتناول في هذا الخصوص مزايا التمويل التأجيري بالنسبة لـ :

١ - بالنسبة للعميل المستأجر .

٢ - بالنسبة للمؤجر .

٣ - بالنسبة للإقتصاد القومى ككل .

١- المزايا بالنسبة للعميل المستأجر :

وهو الذى بناء على طلبه يقوم البنك أو الشركة بشراء الآلات والمعدات لكى تؤجرها له ، وتتمثل أهم هذه المزايا فى الآتى :

أ - التخفيف على العميل حيث أنه يحصل علي المعدات أو الآلات المطلوبة بدون مساهمة من موارده الذاتية وذلك بدلا من أن يضطر إلى أن يضغط على جانب من سيولته المالية أو يتصرف فى جانب من أصوله المتداولة أو أن يقترض بفوائد لكى يساهم فى تمويل هذه الآلة بنسبة من أمواله .

ب - الميزة الأخرى للتمويل التأجيري هى أن العميل المستأجر للآلة لا يظهرها فى أصوله كأصل من الأصول الثابتة لأن الآلات والمعدات الرأسمالية المؤجرة تعتبر ملكا للغير (المؤجر) ، ولا يظهر فقط بالقوائم المالية للمستأجر غير أقساط التأجير التى يدفعها العميل المستأجر للمؤجر، وهذه الأقساط تخصم من وعاء الربح الخاضع للضريبة وبالتالى يقل مقدار الضرائب التى يدفعها المستأجر ، أى أن أقساط التمويل التأجيري تؤدى إلي مزايا ووفورات ضريبية بالنسبة للمستأجر .

جـ - أن العميل قد لا يستطيع أن يقترض مثل هذا الكم لتمويل الآلة التى يعجز عن تمويلها من موارده الذاتية ويعجز عن تمويلها بالإقتراض.

٢ - بالنسبة للمؤجر ذاته :

والذى يكون عادة بنك أو شركة متخصصة في التأجير ، وهو مجال لتوظيف الأموال ومجال خصب يحقق له عائد مناسب حيث أن المقرض يستفيد من عملية الفائدة الدائنة ويستفيد من عملية الإهلاك .

٣ - علي مستوى الإقتصاد القومي والدولة :

حيث تتمثل مزايا هذا النوع من التمويل التأجيري للآلات والمعات الرأسمالية والمعدات الرأسمالية في أنه يساعد الشركات والإفراد على إقتناء الآلات والمعدات الرأسمالية بشكل أفضل وأسهل من الطرق الأخرى وفي وقت مناسب .

وكلما شجعت البنوك أصحاب المصانع والمنتجين علي أن أموالهم أو أموال تأجير معدات وآلات لهم كان متاحا فى كثير من الأعيان ، كلما عجلت بزيادة الإنتاج لهذه المجالات على مستوى الإقتصاد القومى . فما دامت شركات تأجير الآلات والمعدات موجودة عند حاجة ال ل لإقتناء الآلة ، وقادرة على الإنتاج بمعدلات مرضية ، فهذا معناه توفير مخاطر التضخم على العميل والذي ينشأ من إنتظاره سنتين أو ثلاثة أو أربعة إلى أن يدعم العميل من موارده الذاتية ويستطيع تمويل شراء الآلات أو المعدات الرأسمالية التى يحتاجها .

وأيضا عندما تتمكن المشروعات من الحصول على الآلات فإن هذا يمكنها من تشغيل مزيد من الأيدى العاملة التى تحتاج إليها فى تشغيل هذه الآلات والمعدات مما يؤدى إلى خلق فرص عمل جديدة علي مستوي الدولة . وهذا يعنى أن الأمر لا يقتصر على شركة واحدة وإنما يتعلق بالمستوى القومي ككل ، فمع تعدد مثل هذه العمليات من بنوك وشركات متعددة لمحتاجي تأجير الأصول علس مستوى الدولة يؤدى إلي وجود فرص عمالة على مستوى الدولة بالإضافة إلى زيادة الإنتاج والإنتاجية وهذا

بطبيعة الحال يسهل من علميات الإحلال والتجديد والتطوير ...... إلخ . كما أن هذا يساعد شباب الخريجين الذين يزيدون العمل فى مجالات حرة غير حكومية بأن يقوموا بإنشاء صناعات صغيرة دون حاجة إلى رأس المال المبدئ اللازم لشراء الالات والمعدات وبالتالي فإن هذا يؤدى إلى إرتفاع الإنتاج والدخل القومي ومعدل نمو الإقتصاد القومى .


Bibliotheca Alexandrina
0680172